

宏观周报

逆周期调控依赖定向工具，贷款利率并轨加快推进——对《二季度货币政策执行报告》的点评

■ 核心观点

第一，全球经济增长疲弱，短期面临下行风险，中长期可能会延续中低速增长。短期下行风险来自局部地缘政治风险可能加剧、英国脱欧前景存在较大不确定性、贸易摩擦影响全球投资者信心以及欧洲银行体系稳健性隐忧仍存；中长期保持低速增长来自结构性问题，包括全球生产率增长乏力、全球化走向不明朗、全球债务率高企以及收入分配并没有改善；

第二，国内经济下行压力加大，货币政策适时适度实施逆周期调节。央行在报告中强调“把好货币供给的总闸门”，这就意味着货币政策虽然会更加注重逆周期调节，但难以大幅宽松，货币政策的发力仍然以结构性工具为主；

第三，贷款利率市场化有望加快，用改革的方法降低融资成本。我国的 LPR 市场化可能会采用参考加权 DR007、MLF 和同业存单发行利率等市场化利率的基础上进行报价，该方式既可以增强货币政策传导的有效性，也可以综合考虑商业银行负债的成本，变化调整也较为及时；

第四，人民币汇率弹性增加，短期内人民币兑美元汇率料将在 7 上下保持稳定，除非中美贸易摩擦进一步升级；

第五，房地产调控不会放松，防范金融风险由主动防控转为风险暴露后的危机妥善处置。自包商银行事件之后，通过加大公开市场操作，完善再贴现、常备借贷便利、定向存款准备金和再贷款等结构性工具，缓解中小银行的融资困境。目前来看，银行间市场流动性风险整体可控，但需要关注由流动性分层向信用分层的演化。

本周市场重点

■ 逆周期调控依赖定向工具，贷款利率并轨加快推进

本周五晚央行发布了《2019年第二季度货币政策执行报告》，有如下几点值得关注：

其一，全球经济增长疲弱，短期面临下行风险，中长期可能会延续中低速增长。IMF 在 7 月最新的《世界经济展望》进一步下调全球经济增长至 3.2%，是国际金融危机以来的最低水平；摩根大通全球制造业 PMI 自 2018 年 4 月持续下行，目前已经连续三个月跌破荣枯线。二季度的货币政策报告在专栏四系统的分析了全球经济增长在短期和中长期可能面临的问题，认为贸易摩擦升级与政策不确定性短期成为拖累全球经济增长的显著风险，具体包括局部地缘政治风险可能加剧、英国脱欧前景存在较大不确定性、贸易摩擦对全球投资者信心影响较大以及欧洲银行体系稳健性隐忧仍存。虽然主要经济体的货币政策已经转向，但受限于低通胀环境，货币政策的空间及有效性可能较为有限。

中长期来看，全球经济增长由于面临着结构性问题（全球生产率增长乏力、全球化走向不明朗、全球债务率高企以及全球收入分配并没有改善），未来可能会延续中低速增长。

其二，国内经济下行压力加大，货币政策适时适度实施逆周期调节。关于未来的国内经济形势由一季度货币政策报告“国内经济仍存在下行压力”转为“国内经济下行压力加大”，延续了二季度中央政治局会议的说法。经济内生增长动力有待进一步增强主要体现在，企业生产投资趋于谨慎，制造业投资和民间投资增长低位徘徊，经济增长对房地产和基建投资依赖较高。央行在报告中强调“把好货币供给的总闸门”，这就意味着货币政策虽然会更加注重逆周期调节，但难以大幅宽松，货币政策的发力仍然以结构性工具为主，这也与二季度政治局会议的基调基本一致。展望未来，我们预计，2019年下半年仍有1-2次定向降准的空间，央行将会更多的采用MLF、再贷款等结构性工具投放流动性，公开市场操作的目标利率可能会下调。事实上，美联储在7月底开启降息周期，以及最近人民币兑美元汇率破7，也为中国央行下调公开市场操作利率打开了空间。不过，受房价维稳以及央行“两轨并一轨”的贷款利率市场化改革影响，短期内央行下调存贷款基准利率的概率依然不高。

其三，贷款利率市场化有望加快，用改革的方法降低融资成本。自2018年以来，我国一直在加快推进利率“两轨并一轨”，本次报告进一步阐明继续深化利率市场改革，重点推进贷款利率一步市场化。事实上，在今年5月份和6月份央行多次官方讲话中都表态完善商业银行贷款市场报价利率机制，更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用。我国的利率市场化遵循“先贷款后存款”的思路，有助于防止存款利率市场化先完成导致存款利率上行从而带动贷款利率上行，进一步加大实体企业的融资成本。根据国际经验，我国的LPR市场化可能会采用参考加权DR007、MLF和同业存单发行利率等市场化利率的基础上进行报价，该方式既可以增强货币政策传导的有效性，也可以综合考虑商业银行负债的成本，变化调整也较为及时。

其四，人民币汇率弹性增加，短期内人民币兑美元汇率料将在7上下保持稳定。对于人民币兑美元汇率破7的原因，报告描述与8月5日上午央行的答记者问基本一致，主要是受国际经济金融形势、单边主义和贸易保护措施以及对中国加征关税预期等影响，人民币对美元有所贬值，反映了外汇供求和国际市场的波动。我们认为从基本面来看（美联储开启降息周期、中美长期利差保持高位以及美元指数有望高位回落），短期内人民币兑美元汇率仍将在7上下保持稳定，除非中美贸易摩擦进一步升级。相对于一季度的货币政策报告，本次报告关于人民币汇率增加了“发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用，必要时加强宏观审慎管理”的描述，这意味着当人民币出现持续的贬值预期时，央行仍有动力干预汇率稳定市场预期。

其五，房地产调控不会放松，防范金融风险由主动防控转为风险暴露后的危机妥善处置。房地产调控坚持“房住不炒”，不将房地产作为短期刺激经济的手段，延续了二季度政治局会议的政策。预计短期内房地产调控不会放松，通过多种手段约束房地产企业的融资，引导信贷资金流向实体经济。对于包商银行事件，央行在报告专栏中提及，认为由此引发的流动性分层一定程度上是对过去同业业务不规范的纠偏，是打破同业刚兑后市场主体风险意识增强的表现，有助于强化市场风险定价机制，约束机构过度扩张的冲动，符合金融供给侧结构性改革的总体方向。但同时央行也提到要避免非理性收缩，完善对中小银行的制度性支持。自包商银行事件之后，我国对金融风险由主动防控转为了风险暴露后的危机妥善处置。通过加大公开市场操作，完善再贴现、常备借贷便利、定向存款准备金和再贷款等结构性工具，缓解中小银行的融资困境。目前来看，银行间市场流动性风险整体可控，但需要关注由流动性分层向信用分层的演化。

上周市场动态

■ 美国财政部将中国列为“汇率操纵国”

事件：8月6日，美国财政部将中国列为“汇率操纵国”。对此，中国人民银行表示：这一标签不符合美财政部自己制订的所谓“汇率操纵国”的量化标准，是任性的单边主义和保护主义行为，严重破坏国际规则，将对全球经济金融产生重大影响。中国实施的是以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，在机制上人民币汇率就是由市场供求决定的，不存在“汇率操纵”的问题。今年8月以来，人民币汇率出现一定幅度贬值，主要是全球经济形势变化和贸易摩擦加剧背景下市场供求和国际汇市波动的反映，是由市场力量推动和决定的。美方不顾事实，无理给中国贴上“汇率操纵国”的标签，是损人又害己的行为，中方对此坚决反对。这不仅会严重破坏国际金融秩序，引发金融市场动荡，还将大大阻碍国际贸易和全球经济复苏，最终会自食其果。美国这一单边主义行为还破

坏了全球关于汇率问题的多边共识，会对国际货币体系的稳定运行产生严重的负面影响。中方奉劝美方悬崖勒马、迷途知返，回到理性和客观的正确轨道上来。中国将继续坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

■ 7月外贸数据出炉

事件：2019年8月8日，海关总署公布了7月份外贸数据：7月份，我国出口同比增速3.3%（前值-1.3%）；进口同比-5.6%（前值-7.4%）；贸易差额451亿美元（前值510亿美元）。

点评：7月份，我国进、出口增速均小幅回升，但是走势上仍保持低位双向震荡的特征，增速水平上，进口增速仍小幅弱于出口增速。结构上，7月我国对不同贸易伙伴的进、出口增速变动不一。7月我国对美进口增速出现明显的大幅回升，这可能是6月底日本G20会议后，我国加大对美国采购所致。近期中美贸易摩擦发生了新的变化，外贸形势的不确定性再度加强。如果9月美国对剩余3000亿美元商品加10%关税措施落地，年内两次新增关税将对出口带来明显的负面影响。虽然近日人民币兑美元汇率出现了一定幅度的贬值，但是从央行的表态来看，人民币汇率持续走贬的概率较低，则汇率可能难以完全对冲加征关税的影响。下半年我国的出口增速可能会面临不小的压力，在进口增速低位震荡的情况下，净出口对中国经济的贡献将由正转负。

■ 7月物价数据出炉

事件：8月9日，国家统计局公布了7月物价数据：7月份CPI同比2.8%（上期2.7%），环比0.4%；PPI同比-0.3%（上期0.0%），环比-0.2%。

点评：7月CPI小幅上升。食品分项中，猪肉和蛋类价格对食品分项带来较大推动，而鲜果价格明显下滑；非食品分项中，在油价的影响下，交通通讯分项连续四个月下滑，对食品分项的攀升带来较大对冲。未来猪、油仍将形成明显的对冲效应。考虑到8月份是猪肉的季节性旺季、同时高温天气会有助于猪瘟传播，所以供需两端可能都会促使猪肉价格在8月继续对CPI带来向上拉动；但是近期中美贸易摩擦发生新的变化，担忧情绪促使国际油价在进入8月后快速下滑，8月份油价可能会对猪肉价格上涨带来有效对冲。7月PPI在时隔近3年之后，再度掉落至负区间。石油相关行业和煤炭开采业的同比增速降幅较大。我们认为，未来工业品价格可能将继续保持弱势：一方面，贸易摩擦加剧为原油等大宗商品价格带来明显压力；另一方面，海外铁矿石生产及发运逐渐恢复、需求不振导致螺纹钢库存连攀升，所以未来黑色金属产业链的价格也将面临较大压力。另外，PPI还将在接下来的三个月面临基数明显走高的问题，所以PPI同比增速大概率将继续下滑。预计8月PPI大幅降至-1.1%。

重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.8.9)	最新值分位	本周均值 (2019.8.5-9)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	2.65	91.5%	2.47	88.0%	-21.88bp	34.99bp
R007	2.65	83.5%	2.62	82.3%	-15.35bp	2.06bp
SHIBOR:3M	2.62	78.3%	2.63	77.6%	-1.32bp	1.02bp
1年期国债收益率	2.57	82.0%	2.58	81.4%	-4.22bp	-374bp
10年期国债收益率	3.02	71.7%	3.05	70.1%	-10.36bp	-9.99bp
1年期国开债收益率	2.63	77.3%	2.65	76.4%	-2.37bp	-2.75bp
10年期国开债收益率	3.42	73.0%	3.45	72.1%	-8.44bp	-8.39bp
美元兑人民币:中间价	7.01	71.9%	6.98	72.3%	1.2%	1.9%
美元指数	97.57	63.2%	97.60	60.2%	-1.7%	1.4%

资料来源：WIND，平安证券研究所

报告作者：

证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）

证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）

研究助理：郭子睿 一般从业资格编号：S1060118070054 电话（010-56610360）邮箱（GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资或银行业务或投资其发行的证券。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10799

