

宏观研究/动态点评

2019年11月18日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

孙欧 执业证书编号: S0570519080007
研究员 010-56793954
sunou@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观: 货币政策更加注重逆周期调节》2019.11
- 2 《宏观: 社融偏弱主因是专项债和票据拖累》2019.11
- 3 《宏观: 四季度 CPI 持续面临较强上行压力》2019.11

艰难中的政策利率曲线下移

点评 11 月 18 日央行下调逆回购利率 5BP

核心观点

11 月 18 日, 人民银行下调 7 天逆回购利率 5BP 至 2.50%, 我们认为, 这是 11 月 15 日央行下调 MLF 利率后的惯常操作, 即收益率曲线的整体下移。央行先降 MLF 利率, 后降逆回购利率体现货币政策较为纠结, 随着经济呈现阶段性类滞胀特征, 预计后续央行价格型工具受通胀牵制, 稳健略宽松的货币政策将主要通过扩信用发力, 主要针对“好”项目加“类地产”。

收益率曲线整体下移, 是央行惯常操作

11 月 18 日, 人民银行开展 1800 亿 7 天逆回购, 并下调利率水平 5BP 至 2.50%, 我们认为这是 11 月 15 日央行下调 MLF 利率后的惯常操作, 即收益率曲线的整体下移。我国已形成包括不同期限逆回购利率、SLF 利率及 MLF 利率的较为完善的政策利率体系, 从 2017 年初央行历次跟随美联储加息的经验看, 央行一般会同步调整政策利率曲线上不同期限品种的利率水平, 且幅度基本一致, 因此我们认为本次下调逆回购利率并非预期之外。

央行先降 MLF 利率, 后降逆回购利率体现货币政策较为纠结

11 月 15 日在没有 MLF 到期的情况下, 央行新作 2000 亿 MLF 并降息 5BP, 当日并未开展逆回购操作; 18 日无逆回购到期, 而央行选择开展逆回购操作并降息, 我们认为央行先降 MLF 利率, 后降逆回购利率体现出货币政策操作较为纠结。我们此前提示, 央行的货币政策操作往往是先动量、后动价, 前瞻性指标是 DR007, 即央行首先通过释放流动性使 DR007 降至 7 天逆回购下方, 此后随行就市进行降息以避免金融机构出现套利空间。本次降息操作前 DR007 并未下行, 我们认为央行核心希望保证流动性合理稳定, 不想给货币市场提供过量流动性, 本次降息体现货币政策较为纠结。

DR007 并未明显跟随

今日央行降息后, DR007 并未明显跟随, 开盘 2.65%, 此后迅速上行至日内高点 3.05%, 截至收盘, 报 2.74%, 较 15 日收盘值回落约 4BP。今年以来, DR007 走势的典型特征即宽幅震荡, 围绕着 7 天逆回购利率上下波动, 始终未形成单边走势, 我们认为央行意在防止市场形成对市场利率下行的一致预期, 导致加杠杆长久期策略。预计随着本次央行下调逆回购利率, 后续 DR007 波动中枢将随之下移, 但仍延续宽幅震荡走势。

当前稳增长和控通胀两个最终目标出现冲突

10 月 PMI、工业增加值、投资及消费增速数据悉数超预期下行, 体现四季度经济回落压力仍然较大, 而 CPI 上行至 3.8%, 年末可能继续冲高至 5% 左右, 经济正呈现阶段性类滞胀风险, 货币政策两项最终目标“稳增长”和“控通胀”出现冲突, 决策难度加大。我国央行货币政策最终目标较多, 在判断货币政策取向的时候只能抓住主要矛盾, 从历史经验判断, 我们认为在经济呈现类滞胀状态时, 货币政策首要目标仍是稳增长, 而适度提高对通胀的容忍度, 我们认为货币政策将维持稳健略宽松。

未来稳健略宽松的货币政策将以扩信用为主要方式

预计后续央行价格型工具受通胀牵制, 稳健略宽松的货币政策将主要通过扩信用发力, 主要针对“好”项目加“类地产”。预计明年有 1-2 次降准, 且当降准投放的资金量无法支撑较高社融增速时, 央行可能还会加大各类再贷款的投放, 本质上是通过扩表以提供基础货币。我们提示重点关注 PSL 等扩表工具, 9 月央行 PSL 出现净增量 246 亿, 10 月新增 750 亿, 预计未来 PSL 发力主要方向可能从棚改转为支持市政建设和公路等地方基建、老旧小区改造、保障房等“类地产”领域。2020 年一季度扩信用政策发力, M2 和社融增速反弹概率较高, 预计一季度末社融增速高点可达 11.5%。

风险提示: 经济增速回落压力加大, 通胀超预期上行, 央行货币政策难度加大。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

我们的产品



大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

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_8893

