

宏观周报

政策重心稳增长，短期宽松仍有限——对《三季度货币政策执行报告》的点评

■ 核心观点

第一，全球经济增速放缓，增长动能不足，贸易摩擦与地缘政治等不确定性形成拖累。未来如下三个问题值得关注：其一，贸易摩擦仍是拖累全球经济的重要风险；其二，全球宽松的货币环境助推了金融资产价格和债务累积，金融体系的脆弱性上升；其三，“低增长、低通胀、低利率”环境对货币政策调控构成挑战，利率政策应对空间有限。

第二，国内经济下行压力持续加大，部分企业经营困难较多，政策当局对未来的经济增长形势不太乐观。此外，更加强调外部环境的错综复杂，增加“外需减弱对出口增长形成压力”的描述。展望未来，我国的出口增速面临着全球经济下行压力进一步增大、中美关税持续升级的负面影响逐渐显现以及前期“抢出口”的支撑因素逐渐减弱等多重不利因素的叠加，“衰退型”顺差对我国经济的支撑会显著减弱，这会加大经济下行压力。

第三，物价形势总体可控，不确定因素有所增加，警惕通胀预期发散。根据我们的测算，2020年CPI同比增速将呈现前高后低，上半年整体在4%左右水平运行，下半年尤其是四季度会显著回落。PPI同比在2020年受翘尾因素的拖累会显著减弱，全年整体在0.1%水平左右震荡。

第四，货币政策的整体基调更加强调逆周期调节。不过，根据三季度执行报告来看，短期货币政策大概率仍为温和宽松，这是由于：其一，货币政策强调保持定力，要主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位；其二，未来的通胀仍存在不确定性，要警惕通胀预期发散，这会在一定程度上制约货币政策的宽松力度。

第五，一般贷款加权平均利率环比上升，MLF利率未来仍需下调推动LPR报价下行，降低实体经济融资成本。

本周市场重点

11月16日，人民银行发布了《2019年第三季度货币政策执行报告》，有如下几点值得关注：

第一，全球经济增速放缓，增长动能不足，贸易摩擦与地缘政治等不确定性形成拖累。IMF在10月《世界经济展望》中预计2019年全球经济增速为3.0%，较7月预测值下调0.2个百分点，绝大多数发达经济体与新兴市场经济体均有所下调。未来如下几个问题值得关注：其一，贸易摩擦仍是拖累全球经济的重要风险。虽然近期有所缓和，但不确定性仍存，未来若再度升级将进一步破坏全球供应链。其二，全球宽松的货币环境助推了金融资产价格和债务累积，金融体系的脆弱性上升。其三，“低增长、低通胀、低利率”环境对货币政策调控构成挑战，利率政策应对空间有限，继续实施量化宽松等非非常规货币政策的边际效果可能也较为有限。此外，全球经济的放缓可能进一步加剧局部地区的地缘政治冲突。

第二，国内经济下行压力持续加大，部分企业经营困难较多。关于未来的国内经济形势，一季度货币政策报告为“国内经济仍存在下行压力”，二季度为“国内经济下行压力加大”，三季度转为“国内经济下行压力持续加大”，这意味着政策当局对未来的经济增长形势不太乐观。此外，更加强调外部环境的错综复杂。相较二季度的报告，三季度删除关于“经济增长对房地产和基建投资依赖较高”的表述，增加“外需减弱对出口增长形成压力”。今年以来“衰退型”顺差对我国的经济增长形成重要支撑，展望未来我国的出口增速面临着全球经济下行压力进一步增大、中美关税持续升级的负面影响逐渐显现以及前期“抢出口”的支撑因素逐渐减弱等多重不利因素的叠加，“衰退型”顺差对我国经济的支撑会显著减弱，这会加大经济下行压力。

第三，物价形势总体可控，不确定因素有所增加，警惕通胀预期发散。CPI 同比涨幅走高，结构性特征明显，猪瘟疫情等造成的供给冲击尚需一定时间平复，短期内消费物价仍面临上行压力，需持续密切监测动态变化，警惕通胀预期发散。PPI 低位运行，通常反映工业需求偏弱，但近几个月 PPI 同比降幅扩大主要受基数效应影响，并不意味着存在显著的工业品通缩压力。当前我国不存在持续通胀或通缩的基础。根据我们的测算，2020 年 CPI 同比增速将呈现前高后低，上半年整体在 4% 左右水平运行，下半年尤其是四季度会显著回落。PPI 同比在 2020 年受翘尾因素的拖累会显著减弱，全年整体在 0.1% 水平左右震荡。

第四，货币政策的整体基调更加强调整逆周期调节。相比二季度报告，稳健的货币政策删除了“要松紧适度”、“把好货币供给总闸门”的描述，适时适度进行逆周期调节改为“加强逆周期调节”，这意味着货币政策较二季度将会有所边际放松。今年以来货币政策的宽松一波三折，一季度货币政策大幅宽松，随着经济金融数据的大幅改善，4 月份货币政策出现明显的边际收紧，直到包商银行事件之后，货币政策再次转为宽松。10 月份 LPR 下调、TMLF 操作落空，叠加通胀超出市场预期，市场再次对货币政策悲观，直到 11 月 5 日央行“意外”下调 MLF 利率，向市场传递了货币政策仍在稳增长信号。不过，根据三季度执行报告来看，后续的货币政策大概率仍为温和宽松，这是由于：其一，货币政策强调保持定力，要主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位；其二，未来的通胀仍存在不确定性，要警惕通胀预期发散，这会在一定程度上制约货币政策的宽松力度。

第五，一般贷款加权平均利率环比上升，MLF 利率仍需下调推动 LPR 报价下行。9 月，贷款加权平均利率为 5.62%，比 6 月下降 0.04 个百分点，同比下降 0.3 个百分点，但主要由于票据融资加权平均利率大幅下降。一般贷款加权平均利率为 5.96%，比 6 月上升 0.02 个百分点。我们认为随着宏观经济增速与企业盈利增速的下行，企业贷款的风险溢价在上升，这也会导致商业银行在设定贷款利率时不得进行更高的加成，这可能是导致一般贷款加权利率居高不下的主要原因。商业银行只有在负债端成本有所下行的前提下，才有动力降低贷款利率。在 10 月 LPR 报价保持不变的情况下，11 月 5 日央行下调 MLF 利率 5 个 BP，11 月的 LPR 报价有望下行 5-10 个 BP。未来央行仍有动力通过下调 MLF 利率促使 LPR 报价下行，降低一般贷款加权平均利率，从而降低实体经济融资成本。

上周市场动态

■ 李克强主持召开经济形势专家和企业家座谈会

事件：11 月 12 日，中共中央政治局常委、国务院总理李克强主持召开经济形势专家和企业家座谈会，就当前经济形势、下一步经济工作听取意见建议。

点评：当前全球经济形势动荡，贸易保护主义抬头，国内经济下行压力增加，经济增速有望温和回落。虽然经济增速有望放缓，但是中国过去的经济增速基数高，因此对于国内经济不必过于悲观。整体来看，本次座谈会上李克强总理的谈话中重点谈到“稳就是进”，并对于稳物价和稳就业进行了重点谈话，说明当前宏观调控的重点不是对于经济增速的盲目追求，而是在较为复杂的环境中保证国民生活水平和就业稳定。后期货币和财政政策的主要考量可能会以稳定就业为主。我们预计猪肉价格可能要到明年中旬出现松动，在此之前货币政策可能维持温和宽松的状态。

■ 国常会下调基建资本金比例，稳增长持续加码

事件：11 月 13 日，国常会会议决定，完善固定资产投资项目资本金制度，做到有保有控、区别对待，促进有效投资和加强风险防范有机结合。其中提到，降低部分基础设施项目最低资本金比例。将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%。对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投

资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点。

点评：今年政府报告中早已提及要合理扩大有效投资，其中就包括创新项目融资方式，适当降低基础设施等项目资本金比例，用好开发性金融工具，吸引更多民间资本参与重点领域项目建设等等。当前经济下行压力增大的情况下，房地产投资明确不作为刺激经济的手段，制造业投资由于总需求不振短期面临压力较大，因此，稳增长的重点抓手落在基建上。6 月，相关部委支持鼓励专项债券融资和项目配套融资、允许专项债券用作项目资本金；9 月，国常会明确提出“按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效”；11 月，国常会正式提出降低部分基建项目最低资本金比例。但总体来看 10 月基建增速仍在小幅回落，因此国常会本次下调资本金比例，尝试通过提升财政杠杆来提振基建投资。但短期内，受到如地方政府债务监管等因素的限制，基建投资在短期内的反弹幅度恐怕有限。

■ 国家统计局发布 10 月份经济数据

事件：11 月 14 日，国家统计局发布 10 月份经济数据。10 月工业增加值增速 4.7%，较 9 月的 5.8% 回落 1.1 个百分点；1-10 月固定资产投资累计增速 5.2%，较 1-9 月小幅下滑 0.2 个百分点；10 月社零消费增速较上月回落 0.6 个百分点至 7.2%，实际消费增速回落 0.9 个百分点至 4.9%。

点评：工业增加值增速的下行与出口交货值同比增速出现较大下行有关。从行业来看，与出口相关性较高的行业增加值出现不同程度的下滑，如计算机、电气机械制造、专用设备制造、通用设备制造等。考虑到总需求的低迷以及工业企业利润增速低位震荡徘徊，工业增加值总体将继续在波动中维持弱势。10 月房地产投资小幅下行，主要是受到土地购置下降的拖累，房地产施工面积小幅反弹，整体来看，房地产行业从趋势上已经处于下行周期，房地产投资增速料将继续下行，但下行的幅度和节奏短期还有韧性，当竣工率连续大幅回升之后，房地产投资可能会出现较大幅度的下行。10 月份消费增速的超预期回落是多种短暂因素的叠加，短期无需过度担忧，11 月将会有所反弹。四季度经济料将温和回落，不必过度担忧。

■ 金砖国家领导人第十一次会晤举行

事件：11 月 13 日至 14 日，金砖国家领导人第十一次会晤在巴西首都巴西利亚举行。习近平主席出席金砖国家工商论坛闭幕式、领导人会晤公开会议等一系列活动并发表习近平发表题为《携手努力共谱合作新篇章》的重要讲话。强调金砖国家要展现应有责任担当，倡导并践行多边主义，营造和平稳定的安全环境；把握改革创新的时代机遇，深入推进金砖国家新工业革命伙伴关系；促进互学互鉴，不断拓展人文交流广度和深度。中国将坚持扩大对外开放，推进高质量共建“一带一路”，努力推动构建亚太命运共同体和人类命运共同体。习近平指出，这次会晤是在世界经济发展和国际格局演变的关键时刻举行的。新科技革命和产业变革方兴未艾。新兴市场国家和发展中国家的崛起势头不可逆转，为全球经济治理体系变革注入强劲动力。令人担忧的是，保护主义、单边主义愈演愈烈，治理赤字、发展赤字、信任赤字有增无减，世界经济中不稳定不确定因素明显上升。面对百年未有之大变局，金砖国家应该顺应时代潮流，回应人民呼声，展现应有的责任担当，在追求发展道路上矢志不移，在团结合作历程中携手奋进，为人民谋幸福，为世界谋发展。

重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.11.17)	最新值分位	本周均值 (2019.11.11-11.17)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	1.96	34.6%	1.95	32.9%	-50.41	-50.27
R007	2.52	51.7%	2.53	51.5%	-28.05	-24.41
SHIBOR:3M	2.95	32.9%	2.94	32.1%	7.42	15.89
1 年期国债收益率	2.66	52.3%	2.66	52.6%	1.14	7.26
10 年期国债收益率	3.27	33.4%	3.27	33.0%	-2.50	6.93

	最新值 (2019.11.17)	最新值分位	本周均值 (2019.11.11-11.17)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
1年期国开债收益率	2.78	43.2%	2.77	41.6%	2.36	2.64
10年期国开债收益率	3.71	36.0%	3.70	36.0%	-1.64	9.63
美元兑人民币:中间价	7.00	44.4%	7.02	45.0%	-0.40%	-0.70%
美元指数	98.13	63.0%	97.99	61.3%	1.70%	-0.70%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_8924



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>