

2019年11月17日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

货币政策仍有宽松空间

——三季度《货币政策执行报告》点评

相关报告

《10月经济数据点评：稳增长的政策仍需发力》——2019-11-14

《证监会拟修改主板、中小板、创业板再融资规则公开征求意见点评：多方面放松上市公司再融资约束》——2019-11-11

《10月贸易数据点评：继续维持四季度进口及内需同比改善的判断》——2019-11-09

《10月PMI数据点评：PMI季节性走弱无需过度担心》——2019-10-31

《《关于修改上市公司重大资产重组管理办法的决定》点评：监管放松上市公司资产重组约束》——2019-10-21

事件：

11月16日，人民银行发布了《2019年3季度货币政策执行报告》。央行表示会实施好稳健的货币政策，加强逆周期调节，妥善应对经济短期下行压力；会注重预期引导，防止通胀预期发散。我们认为央行的态度暗示未来降准降息仍有空间，但是程度可能受到管理通胀预期要求的制约。

投资要点：

- **货币信贷增速显示逆周期调控政策见到部分成效，但贷款利率下行仍然不够显著。**在关于过去货币政策执行效果回顾的部分，央行提及M2和社会融资规模增速与前三季度国内生产总值名义增速基本匹配并略高，体现了强化逆周期调节的政策效果。然而，我们注意到9月贷款加权平均利率仅较9月下行约0.04%，其中一般贷款利率和贷款加权平均利率反而都较6月上升了0.02%，仅有票据融资利率较6月下降0.31%。票据利率下行而一般贷款利率上行这一现象固然可能代表了经济下行阶段一般贷款的风险溢价走高，可能也在很大程度上说明银行间市场的流动性宽松对信贷市场的传导仍然存在一定障碍。
- **稳增长与控通胀的天平略偏向于增长。**在关于未来的展望部分，央行虽然对于贸易摩擦的担忧有所缓解，但仍然对全球经济的下行压力表示关切。央行也同时指出国内经济面临下行压力持续加大和因为食品价格指数同比上涨需警惕通胀预期发散两方面的挑战。从央行的表述上看，略偏向于保增长似乎是政策的主基调。

一方面，央行虽然坚持了稳健的货币政策和不搞大水漫灌的表述，但是删去了有关“把好货币政策总闸门”的论述，指出政策要“加强逆周期调节”，“妥善应对经济短期下行压力”，“缓解局部性社会信用收缩压力”，传递了相当稳增长信号。另一方面，央行用一个专栏专门指出CPI的上行更多是结构性的，我国经济不存在持续“续通胀或通缩的基础。”我们预计未来降准和降息或仍有一定空间，当然，考虑到要防范通胀预期发散的风险，在明年上半年CPI整体偏高的情况下，降准降息的幅度可能有限。

- **继续推进改革。**虽然货币政策宽松的空间在一定程度上会受到通胀

的制约，但是正如我们上文所指出，降低实体经济融资成本仍然可能通过改善货币政策传导机制获得。央行毫无疑问也看到了这一点，在《执行报告》中也提及“通过MPA考核等方式推动银行更多运用LPR，坚决打破银行通过协同行为设定贷款利率隐性下限，疏通货币政策传导，推进贷款利率“两轨合一轨”，以市场化改革办法促进实际利率水平明显降低”。

此外，央行对于人民币8月份破7但没有引起市场过度波动似乎表示满意，并且表示会继续完善人民币汇率形成机制，稳步推进资本项目下可兑换。央行还提及继续健全适应中小银行特点的公司治理结构和风险内控体系，从根源上解决中小银行发展的体制机制问题，建设现代中央银行制度等改革方向。

风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，中美关系持续恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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_8927

