

宏观研究/动态点评

2019年11月16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：社融偏弱主因是专项债和票据拖累》2019.11
- 2《宏观：四季度 CPI 持续面临较强上行压力》2019.11
- 3《宏观：数据微幅改善，贸易形势仍有压力》2019.11

货币政策更加注重逆周期调节

点评 2019 年三季度货币政策执行报告

央行资产负债表“紧缩”，但我们预计扩表在即，关注 PSL 等扩表工具
央行在报告中专栏分析“正确看待央行资产负债表规模变化”，指出现阶段人民银行扩表是“收紧”，缩表是“放松”。近期央行资产规模增长放缓甚至下降是降准所致，但降准放松了流动性约束，增大了货币创造能力，与国外央行量宽结束后的“缩表”有本质区别。我们提示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，预计央行扩表在即，关注 PSL 等扩表工具，9 月央行 PSL 自 5 月以来首次出现净增量 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。

一般贷款加权利率环比未降，未来仍将推进降低 MLF 利率引导 LPR 下行
央行数据显示，9 月，贷款加权平均利率为 5.62%，比 6 月下降 0.04 个百分点，但一般贷款加权平均利率为 5.96%，比 6 月上升 0.02 个百分点，环比未降。8 月 LPR 机制改革后与 MLF 利率挂钩，政策利率成为决定所有利率的锚，截至 10 月报价，1 年期 LPR 报 4.2%，相比改革前降低 11BP，我们认为只有下调 MLF 利率，LPR 才有更大的下行空间，央行未来仍将推进降低 MLF 利率引导 LPR 下行，进而传导至企业融资利率的下行，这也是利率市场化的实质。

M2 与社融增速与名义 GDP 增速相匹配不是相一致，已开始显现
报告再次强调“保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速相匹配”，我们在二季度货币政策执行报告点评中明确强调，“相匹配”是指通过提高 M2 和社融增速匹配名义 GDP 增速的回落压力，而并非指数据同高同低，央行可能通过预调微调的方式，适度加大逆周期调控力度，维持 M2 和社融增速与名义 GDP 增速的匹配度。目前，随着经济下行压力加大，“相匹配”的效果已开始显现，截至 10 月，广义货币 M2 余额同比增长 8.4%，社融增速 10.7%，分别较去年末提高 0.3 和 0.87 个百分点。

发行离岸央票常态化，有效引导离岸人民币汇率
央行指出“建立在香港发行人民币中央银行票据的常态机制”，我们认为，发行离岸央票除了发挥丰富香港市场高信用等级人民币投资产品、完善离岸人民币收益率曲线、促进离岸人民币市场结构优化等作用外，作为一种流动性调节工具，发行央票可回收流动性，央票到期则释放流动性，在人民币阶段性贬值压力加大情况下，发行央票可以提高离岸人民币市场的利率水平，提高做空人民币的成本。离岸央票发行常态机制的建立有助于增强央行对离岸市场人民币汇率的调控力度，有效引导离岸人民币汇率。

LPR 报价减点的主要原因可能是抵押品
央行数据显示，9 月，一般贷款中利率低于 LPR 的贷款占比为 16.40%，8 月占比为 15.55%，即有较大比例的企业贷款利率是在 LPR 基础上减点的。LPR 是指各报价行按照自身对最优质客户执行的贷款利率进行的报价，理论上讲，银行对一般客户的贷款利率将与此持平或在 LPR 基础上加点，我们认为，LPR 减点的主要原因可能源自企业提供了优质抵押品，保证了其更高的信用水平，进而拿到更低的贷款利率。

通胀需防范通胀预期扩散，但整体货币政策仍为稳健略宽松
央行再次通过专栏分析通胀不确定性，指出“CPI 同比涨幅走高，结构性特征明显，要警惕通货膨胀预期发散”。我们此前也持续提示中国历史经验 CPI 达到 3% 以上容易出现预期自我实现，带来通胀压力，因此需重点防范通胀预期发散。整体看，我们认为在经济出现阶段性类滞胀压力时，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，坚持稳健略宽松取向，三季度货币政策报告中也不去掉了二季度“把好货币供给总闸门”的措辞。

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_8954

