

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50586798

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50586982

金融委疏通信用渠道, 扩展中小 银行资金来源

——宏观专题

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2019年11月08日

相关研究

1 《宏观报告: 央行试探性降息, 意在预期引导-宏观专题》 2019-11-06

2 《宏观报告: 应对百年不遇之大变局, 19届四中全会指明发展方向-宏观政策解读》 2019-11-01

3 《宏观报告: 经济惯性下行, 稳增长仍需政策刺激-宏观定期》 2019-10-21

4 《宏观报告: 外贸增速弱势延续, 猪肉带动CPI上攻至3%-宏观点评》 2019-10-15

5 《宏观报告: 经济惯性下行, 货币定力暂缓短期降息-宏观月报》 2019-09-26

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

事件:

11月6日, 国务院金融稳定发展委员会召开第九次会议, 学习贯彻党的十九届四中全会精神, 研究深化中小银行改革、防范化解金融风险等问题, 部署金融领域重点工作。会议由中共中央政治局委员、国务院副总理、金融委主任刘鹤主持, 金融委各成员单位及相关单位负责同志参加会议。

观点:

- 经济下行背景下, 金融委9次会议召开意在提高金融供给质量, 一要防风险, 二要疏通信用。稳健中性货币政策的大基调下, 仍配合改善信用环境、加强科技金融支持, 助力中小银行提升资金实力等举措, 体现出政策组合的系统性和结构性。
- 基本面延续走弱: 10月中采制造业PMI在延续回落, 报49.3%, 前值49.8%。PPI压缩企业盈利。PPI同比增速跌幅或进一步扩大, 压缩企业利润。9月单月规上利润增速-5.3% (前值-2%), 前三季度规上工业企业利润累计增速-2.1%, 前8个月为-1.7%。
- 政策面寻找突破: 四季度迫切政策对冲兜底, 然而当前地产收紧, 基建步入淡季, 积极财政空间受限。同时, 货币政策也面临两难境地方面, CPI上行对民生的冲击和干扰, 掣肘货币量能释放空间。在这个背景下, 如何提高货币和金融政策的效率才是最主要抓手和突破口, 值此之时, 第九次金融委会议召开。
- 会议提出的着力点: 一是资本市场制度等软环境建设; 二是中小银行的信用环节监管; 三是金融对科技的支持路径和方式等。
- 整体来看, 金融委明确一手抓风险防控, 一手疏通信用渠道, 为中小银行扩资站台, 重点支持科技金融, 再结合CPI上涨背景下的试探性降息, 一套组合拳释放出宏观政策信号价值极强。

风险提示: 经济增速下行过快; 监管趋严超预期; 中美关系多变

内容目录

1. 实体经济需要金融高质量支持.....	3
2. 提升金融供给质量，疏通信用渠道	4
3. 试探性降息传达积极信号.....	5
4. 总结与建议	5

图表目录

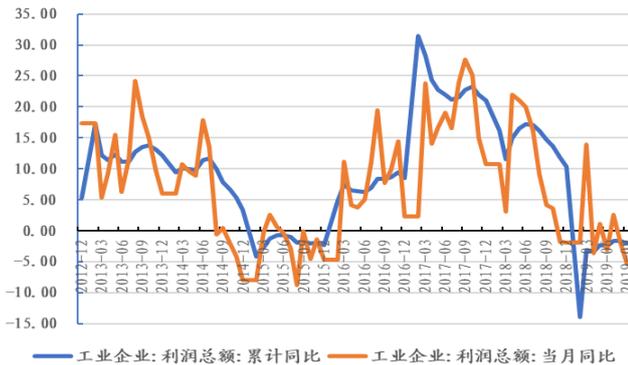
图 1: 1-9 月工业企业利润累计持续下跌，跌幅扩大.....	3
图 2: 失业率稳定在 5.2%，累计新增就业跌幅扩大.....	3
图 3: 10 月上下游库存指数均有下调.....	3
图 4: 工业品价格仍趋弱，PPI 增速或难有上升	3

1. 实体经济需要金融高质量支持

微观经济主体感受宏观下行的寒意：1-9月工业企业利润累计增速持续下行，跌幅较前值扩大0.4个百分点，工业三大行业扩张承压，需求下行，工业品价格不振，外需贡献减弱，叠加融资仍贵，而PPI在下行至底部，导致企业利润表现弱势延续，进一步反映在新增城镇就业增速走弱，从业人员指数下行。

上周发布PMI价格分项上进行佐证，PPI或进一步呈现紧缩格局：10月价格指数整体增速趋缓，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数下行，分别为50.4%（前值52.2%）和48%（前值49.9%），较前值下降1.8和1.9个百分点，主因有三：一是，结合产成品和原材料库存，反映需求趋弱对制造业价格指数没有支撑。其次，PPI下滑，边际产品收益减少，工业企业利润表现走弱，避险考量，没有进一步扩产意愿，主动去库延续。第三，中国制造业海外输出产能受制与国际经贸关系的复杂多变，出口增速下行。

图 1: 1-9月工业企业利润累计持续下跌，跌幅扩大



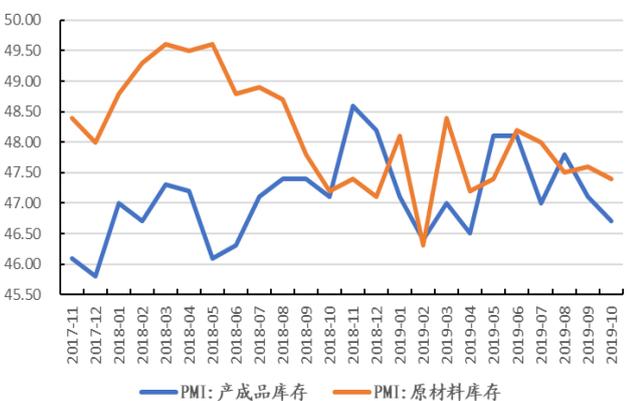
资料来源：中原证券，wind

图 2: 失业率稳定在 5.2%，累计新增就业跌幅扩大



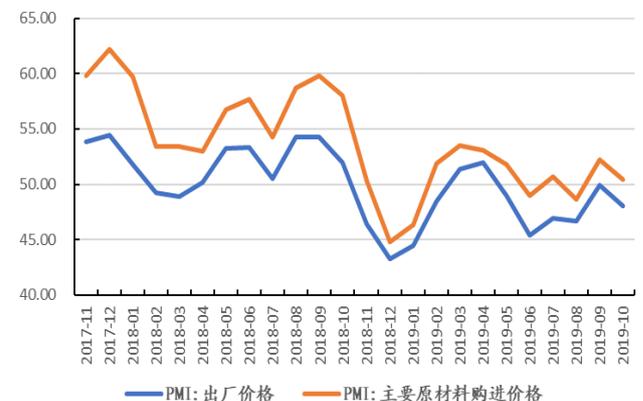
资料来源：中原证券，wind

图 3: 10月上下游库存指数均有下调



资料来源：中原证券，wind

图 4: 工业品价格仍趋弱，PPI 增速或难有上升



资料来源：中原证券，wind

四季度迫切政策对冲兜底，然而当前地产收紧，基建步入淡季，积极财政空间受限。同时，货币政策也面临两难境地方面，CPI 上行对民生的冲击和干扰，掣肘货币量能释放空间。在这个背景下，如何提高货币和金融政策的效率才是最主要抓手和突破口，值此之时，第九次金融委会议召开。

2019 年以来，在经济下行压力凸显和外部环境复杂多变的双重考验下，宏观政策对冲机制承担着至关重要的托底功能，从 2018 年的金融去杠杆到 2019 年的降低宏观杠杆率，资管新规的逐步落地在抑制金融风险的过程中功不可没，但同时“融资贵、信用紧”的问题也依然存在，为此中央高层和决策机构不断出台新的调控政策改善货币环境，例如：推出 LPR 利率市场化形成机制，再比如：2018 年四次降准，2019 年两次全面降准，目的在于“六稳”的逆周期调节，却因猪肉飞涨而无法明显宽松。

当前形势下既然不能在货币的量能上着力过猛，就要想办法在货币的质上，找价值。从 9 月的社融表现看，宏观杠杆依然相对宽松，“资金荒”仍然存在的关键是信用疏导尚不到位，引银行系统的资金导向重点领域，进而化解结构性的问题才是货币和金融政策的核心。

2. 提升金融供给质量，疏通信用渠道

11 月 6 日，国务院金融稳定发展委员会召开的第九次会议，对于资本市场改革、信用风险防控、中小银行扩资、金融科技支持等诸多方面给出了明确的政策方向。具体来看，体现在以下三个层面：

一是，资本市场基础制度的建设。防风险第一位，同时也要激发市场活力。本次会议指出，要把握关键要点，从金融服务实体经济和防范化解金融风险的角度，高度重视建设现代中央银行制度，加强资本市场基础制度建设，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系，深化国有企业改革，支持中小企业发展，建立知识产权侵权惩罚性赔偿制度，健全支持民营经济、外商投资企业发展的法治环境，完善科技创新体制机制等重要要求。

二是，助力深化中小银行改革。资管新规落地后，表外融资渠道收紧，民企小微将目光转向中小金融机构，但风险控制能力、资产规模等方面的监管要求会更高，这里是信用环节的重点领域，本次会议指出，要深化中小银行改革，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。要把加强顶层设计和激发内生动力充分结合起来，注意中央与地方、政府与市场的分工，理顺激励机制，充分调动各方面积极性。要压实金融机构主体责任、地方政府属地责任和金融管理部门监管责任，完善银行补充资本的市场环境和配套政策，健全可持续的资本补充体制机制。当前要重点支持中小银行多渠道补充资本，优化资本结构，增强服务实体经济和抵御风险的能力。要注意推广一些中小银行经营管理中的好经验好做法，改进中小银行的商业模式。

三是，优化科技创新融资方式，产能置换依靠科技支持，金融服务实体，首要关注科技企业，本次会议强调，要完善金融支持科技创新的政策措施，优化科技创新融资方式，改善配套

政策环境。要坚持市场化、法治化原则，发挥好各类产业投资基金、创业投资基金的带动作用，更好满足科创企业融资需求。要加强金融基础设施统筹监管与建设规划，推动各类金融基础设施互联互通，确保安全高效。

3. 试探性降息传达积极信号

10月31日中国共产党第十九届中央委员会第四次全体会议上，重要再次明确要健全以国家发展规划为战略导向，以财政政策和货币政策为主要手段，就业、产业、投资、消费、区域等政策协同发力的宏观调控制度体系；完善国家重大发展战略和中长期经济社会发展规划制度；建设现代中央银行制度，完善基础货币投放机制，健全基准利率和市场化利率体系。这也为未来宏观政策导向指明了方向。十九届四中全会的决议中关乎货币政策的一个重点描述是“现代中央银行体系”以利率协调机制来替代此前直接调整贷款利率的做法，借助一揽子货币工具来提升利率调节的系统性。

步入四季度，GDP单季增速破6几成定局，于此同时，物价数据中CPI已经到达年初中央经济工作会议制定的上线，无疑掣肘货币政策空间，从9月的国常会看，扩内需是四季度重点，目的在于六稳，随后全面降准逐步落地，再到10月的国常会，审议通过《优化营商环境条例（草案）》围绕市场主体需求，聚焦转变政府职能，随后国务院发布《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》，重点在消费税的后移，增强地方财政能力，优化地方消费环境。刺激需求不可或缺的是货币政策配合，而同时高层要实现2020年全面小康社会的大计，结合当前经济的表现，毫无疑问逆周期调节真的是到了必须有所作为的时刻。

在这样的背景下，11月5日，央行发布公告称，当天开展中期借贷便利（MLF）操作4000亿元，与当日到期量基本持平，期限为1年，中标利率为3.25%，较上期下降5个基点，当日不开展逆回购操作。这是自2016年2月以来，我国央行首次下调MLF利率。央行引导政策利率下行，意在引导市场预期，即：货币政策工具和调整空间仍然存在，且要通过LPR机制，其特征是：小步、快频，微调。

市场信号：一是，结构性通胀背后是真通缩，因此中性偏松的节奏没有变，借助LPR继续引导利率中枢下行。二是，四季度国内经济下行压力仍大，全球降息潮背景下，市场对于央行

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_9171

