

## 宏观点评

### “降息”5BP有何真意思？还会再降么？

**事件：**11月5日央行开展中期借贷便利（MLF）操作4000亿元（当日到期量为4035亿元），期限为1年，中标利率为3.25%，较上期下降5个基点。

**核心结论：**一旦开始，就不会轻易结束。

**1、本次“降息”（降MLF利率）有信号意义也有实质作用，我国“降息”通道由此开启。**8月以来猪价带动下通胀走高，再叠加9月央行全面降准，降息预期不断降温。但8月以来我们在多篇报告中持续提示“降息”可期、MLF利率有望下调，可以说本次“降息”符合我们预期、但超市场预期。总体看，虽然只是“意思”了5BP，但此举表明我国货币政策将延续宽松（信号意义），同时，“降息”通道也将就此打开（实质作用）。

**2、本次“降息”主因有四：**其一，海外对我国降息制约减弱：美联储降息通道打开，年内三次降息中国仍未跟随（对比之下，2015年这轮美联储加息周期，我国跟随加了）；中美利差维持在140BP以上的高位，距离“舒适区间”和811汇改以来均值有较大空间；美元和贸易摩擦对人民币汇率的打压减弱。其二，稳增长诉求：国内经济下行压力仍大，10月制造业PMI转降，贸易摩擦拖累持续显现，需要政策对冲。其三，降成本的需要：10月21日LPR报价维持不变，表明银行压降利润和息差空间已有限。降低MLF利率有助于推动LPR的进一步下行，降低企业融资成本，同时也有望引导利率下行进而降低企业和地方政府发债成本。其四，时点考虑：综合考虑9月降准在11月释放的资金已经大幅减少、11月5日有大额MLF集中到期、当前CPI还未上行至本轮最高点，可以说，本次是短期内唯一的可选时点。

**3、CPI继续上行会干扰短期“降息”节奏，但不改持续“降息”方向。**维持此前判断，其一，产出缺口连续5个季度为负，指向我国面临实际的“通缩”压力；2009年以来央行盯住的通胀指标遵循从“以CPI为主”到“综合CPI和GDP平减指数”的转变。核心CPI稳中缓降，GDP维持稳定，指向我国货币政策总基调仍应以宽为主。其二，与通胀相比，当前货币政策应以稳增长为重点。其三，本轮通胀是由猪肉供给短缺引起的结构性通胀，应从供给端入手解决，货币收紧也难抑制通胀。

**4、往后看，“降息”降准仍然可期。**“降息”方面：11月LPR报价有望下调5-10个BP（但12月再降概率较小），不过房贷实际利率不会下调；后续MLF利率预计还将调降1-2次，最快2020年二三月份（主因届时CPI高点已过、美联储降息预期再次升温），累计再降10-20BP左右（也即本轮MLF利率最终有望降至3.05%-3.15%）；同时，春节之前的TMLF利率也有可能跟随下调。降准方面，维持此前判断，后续有望再降一次（最快在今年底明年初），但幅度有限（今年以来央行高层多次强调降准空间已经不大）。

**5、本次“降息”的市场影响：**宏观层面，综合MLF利率下调和LPR改革来看，更为长远的影响是央行政策调控从数量型向价格型的转变，提高政策利率对信贷利率的传导。资本市场层面，总体利好股债、股好于债，四季度在通胀升温等利空未出尽情况下，利率债仍需谨慎；行业层面，虽新发放贷款利率可能跟随LPR下降，但存量部分短期不受影响，且负债端成本随MLF下降形成对冲，预计对银行的实际影响有限；在“房住不炒”大背景下，本次“降息”对房地产利好有限。政策层面，货币政策延续宽松利于财政政策更好施行，后续货币政策重点不仅在疏通传导上，更在于与财政更好地协同。

**风险提示：**通胀上行超预期，政策执行力度不及预期。

#### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

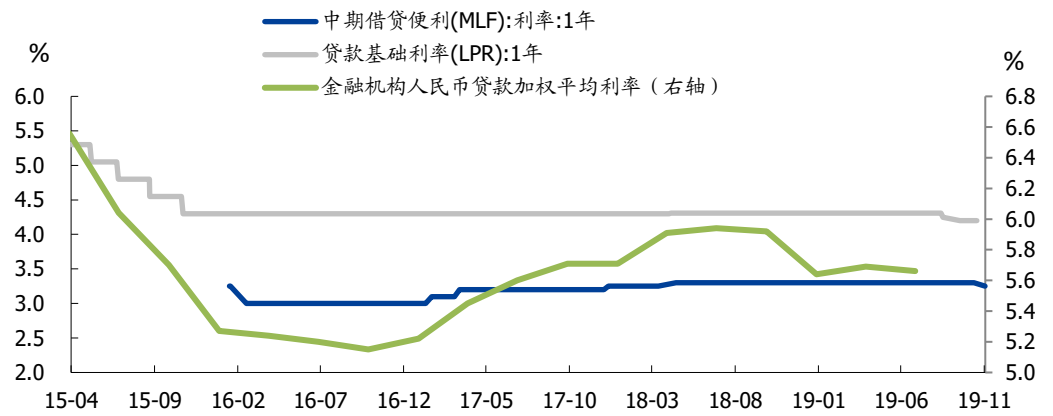
研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《宏观专题：制度红利的春天——四季度和2020年宏观展望》2019-10-23
- 2、《Q3信贷社融均超预期，Q4怎么看》2019-10-16
- 3、《CPI破3%将持续多久？“类滞胀”了吗？》2019-10-15
- 4、《LPR报价再下的5大信号》2019-09-20
- 5、《还有下次降准么？利率呢？》2019-09-06

图表 1: MLF 下调可带动 LPR 下降, 从而降低实体企业融资成本



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: “降息” 窗口由此开启

变动日期	MLF 利率 (1 年)	变化方向	相隔月数	相隔周数	相隔天数
2016-01-19	3.25				
2016-02-19	3.00	降息	1	4	31
2017-01-24	3.10	加息	11	49	340
2017-03-16	3.20	加息	1	7	51
2017-12-14	3.25	加息	8	39	273
2018-04-17	3.30	加息	4	18	124
2019-11-05	3.25	降息	18	81	567

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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\\_9180](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9180)

