

宏观研究/动态点评

2019年11月05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：PMI 回落，经济企稳仍待明年一季度》2019.10
- 2 《宏观：最让市场满意的一次降息》2019.10
- 3 《宏观：利润波折修复，关注库存探底》2019.10

# 降息会带来市场利率下行吗？

## 点评央行降低 MLF 利率 5BP

### 当前央行货币政策是稳增长与控通胀的艰难抉择

当前我国经济呈现出经济下行叠加通胀高企的阶段性“滞胀”特征，央行的最终目标中，稳增长和控通胀出现冲突，增加了货币政策决策难度。由于最终目标比较多，货币政策只能抓主要矛盾，我们认为当前央行货币政策是在稳增长与控通胀间进行艰难的抉择。

### 稳增长为首要目标是稳健略宽松的货币政策

稳健的货币政策可分为 4 类：略宽松、略紧缩、中性、灵活适度，以稳增长为首要目标时，央行将采取稳健略宽松的货币政策。我们在刚刚发布的年度策略报告《负利率时代的抵抗元年》中再次强调我们一直以来的观点，即在滞胀环境中，我国央行大概率优先稳增长，而增加对通胀的容忍度，首先解决“滞”的问题，再解决“胀”的问题，尤其是在全面建成小康社会的收尾年份，稳增长存在更大的诉求，货币政策维持稳健略宽松的概率大，本次央行下调 MLF 利率 5BP，验证此观点。

### 降息源于降成本供给侧改革要求

我们认为央行降息主要是从供给侧降成本的角度出发。今年央行持续强调加强结构性调节支持实体经济，尤其是缓解民营小微企业融资难融资贵问题，我们认为推进利率市场化、LPR 机制改革核心都是围绕着供给侧改革为企业降成本的角度出发，降成本从减税降费开始，包括降低增值税、社保费和电费、物流成本等，货币政策维度，降低企业融资成本必然涉及到降息。

### 降 MLF 利率是为了引导 LPR 下行，也是利率市场化的实质

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，央行下调 MLF 利率是为了引导 LPR 报价下行，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。截至 10 月 1 年期 LPR 报价 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，央行本次降低 MLF 利率有助于 LPR 进一步下行。

### 通胀限制降息幅度，未来货币政策重心仍在扩信用

央行在今年一、二季度货币政策执行报告中持续强调关注通胀风险，我们认为后续货币政策将密切跟踪经济增长和通胀走势，9 月 CPI 上行至 3%，年底攀上 3.5% 的概率较高，通胀成为限制降息幅度的核心因素，我们认为未来货币政策重心仍在扩信用，且扩信用等数量型工具对稳增长效果更为直接。预计央行扩信用主要针对小微企业、民营企业、制造业、服务业的“好”项目及地方市政建设和公路、老旧小区改造、保障房等“类地产”领域，预计 2020 年年初社融投放超预期的可能性较大。

### 四季度市场利率难以趋势性下行，明年一季度上行概率较大

通胀压力持续加大的情况下，预计四季度市场利率难以趋势性下行，明年 1 月份春节错月因素或导致 CPI 大幅攀升至 4%，且上半年持续位于 3% 以上，因此明年一季度 10 年期国债收益率上行概率较大，我们提示谨慎看待利率债走势，但随着利率上行，配置价值将逐渐出现。

风险提示：通胀超预期上行扰动降息节奏。

## 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、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\\_9216](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9216)

