

## 央行超预期降息，释放货币政策不会过紧信号

**事件：**11月5日，人民银行开展中期借贷便利（MLF）操作4000亿元，期限为1年，中标利率为3.25%，较上期下降5个基点。

**1、意义：央行降息超市场预期，但幅度较小，释放货币政策不会过紧的信号。**10月以前，市场对于降息的预期还是很高的，节后猪肉价格带动下，牛肉、羊肉、鸡蛋和鸡肉纷纷上涨，引发了对于通胀预期的担忧。央行也在10月16日“三季度金融统计数据新闻发布会”表示“当前中国并不存在持续通胀或者是通缩的基础，但是也要防止通胀预期扩散”，市场对于降息的预期明显降温。因此今天的降息确实是超市场预期的，但降息幅度相对较低，更多是一个信号意义，表明虽然当前CPI通胀比较高，但货币政策也不会那么紧，向市场释放了一个积极的信号。此外，当前人民币汇率的稳定乃至小幅升值，也是央行小幅降息的良好外部环境。从降息以后的资产表现来看，国债期货即刻大幅上涨，股市表现相对滞后，但也上涨，汇率相对稳定，且略偏升值。

**2、降息背后的逻辑：缓解实际利率被动攀升对企业资本开支造成的负面影响。**当前我国经济的核心问题是资本回报率的持续低迷，从货币政策角度来看，提升企业资本回报率的重要抓手则在于降低企业融资成本。2018年以来，名义利率总体呈现下降趋势，但扣除通胀以后的企业实际融资成本并没有下降。以企业部门为例，特别是制造业部门，实际利率需要用PPI增速来平减，价格走弱的幅度远大于名义利率下降的幅度，反而导致了企业实际融资成本的攀升，正在对企业资本开支、存货投资造成抑制作用。考察此前中国、美国、日本政策实践，在实际利率被动攀升时期，货币政策均是宽松的。因此，有必要通过降息引导降低实体经济融资成本，稳定和提振市场预期与信心。

**3、进一步货币政策操作的方向：本月LPR报价或相应下调，明年上半年或再度下调MLF利率。**当前经济下行压力依然存在、核心CPI依然低迷、PPI同比负向程度加深，货币政策边际宽松的方向不会改变。随着地产价格转向下行，以及货币政策传导变得更加顺畅，明年上半年降低MLF的概率依然较高，以引导LPR的进一步下行。同时，此前两次LPR报价的下降均源于银行点差，银行进一步压缩点差空间虽有限但仍有空间，在央行下调MLF利率以后，预计本月LPR报价或相应下调。同时，为缩窄利率走廊宽度，以更好控制货币市场利率波动，7天SLF利率与7天逆回购利率预计也将小幅下调。

**4、对于资产配置有何启示？1）对A股不悲观，分子端企业盈利边际改善，对A股构成最大支撑；无风险利率震荡，长期中枢向下，支撑整体估值向上；风险偏好处于低位，未来可能改善；股债相对估值（风险溢价）角度看，股票配置价值高于国债。2）债券收益率保持震荡，一方面，当前经济基本面依然偏弱，风险偏好并不具备持续改善的基础；另一方面，猪肉存栏降幅已经开始收窄，但未来一段时间猪肉绝对价格仍将处于高位，如果猪肉价格上涨、推升CPI的幅度已经反映在预期内，那么对名义利率的进一步推升力度将相对有限。3）汇率存在小幅升值可能，中美经济收敛趋势较为确定，支撑人民币升值；中美利差走扩且与汇率走势背离，短期因素消退后这种背离应有所改善；此外，欧元区收缩放缓，美欧经济收敛，美元指数难以维持强势，均为支撑汇率升值的多方面因素。**

**风险提示：**1. 货币政策短期过紧导致名义利率上升导致实际利率上行，对经济增长产生较大的下行压力；2. 内外部需求同时下降对经济产生叠加影响。

**边泉水** 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

**段小乐** 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

**邱鼎荣** 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

| 上海                                 | 北京                         | 深圳                                   |
|------------------------------------|----------------------------|--------------------------------------|
| 电话: 021-60753903                   | 电话: 010-66216979           | 电话: 0755-83831378                    |
| 传真: 021-61038200                   | 传真: 010-66216793           | 传真: 0755-83830558                    |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn           |
| 邮编: 201204                         | 邮编: 100053                 | 邮编: 518000                           |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层     | 地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号<br>时代金融中心 7GH |

# 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\\_9217](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9217)

