

通过市场化改革办法促进实际利率水平明显下降

——央行三季度例会及金融委第八次会议点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

郑嘉伟（分析师）

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号 S0280519040001

通过市场化改革办法促进实际利率水平明显降低。本次央行货币政策委员会第三季度例会改变了宏观经济看法，在分析了国内外经济金融形势后，首次提出国际经济金融形势错综复杂，外部不确定不稳定因素增多，宏观经济下行压力加大。央行认为促进实际利率水平降低需要采用市场化改革办法：一是下大力气疏通货币政策传导机制；二是认真办好自己的事，用好信贷、债券、股权“三支箭”的政策组合，形成“几家抬”的政策合力，加大逆周期调节力度；三是推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，促进经济良性循环；四是深化金融供给侧结构性改革；五是以 LPR 为抓手，深化利率市场化改革。央行认为稳健货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，保持物价水平总体稳定。

● **深化政策性金融机构改革、支持中小银行补充资本。**金融委第八次会议保持了与第七次会议的基调，在继续实施好稳健货币政策的同时，加大逆周期调节力度，因此本次加大逆周期调节更多体现的是结构性，一方面防止资金流向房地产领域；另一方面，引导金融机构资金加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度。这次金融委将金融供给侧结构性改革聚焦于政策性金融，发挥好政策性金融机构在经济转型升级和高质量发展中的逆周期调节作用。加快构建商业银行资本补充长效机制，丰富银行补充资本的资金来源渠道，重点支持中小银行补充资本。激励中小银行加大多中小微企业的支持力度，只有重点支持中小银行补充资本，丰富中小银行补充资本的资金来源渠道，将资本补充与改进公司治理、完善内部管理结合起来，才能有效引导中小银行下沉重心、服务当地，支持民营和中小微企业，进一步实现信用扩张。

● **货币政策趋势与展望：**2019 年四季度央行已经明确货币政策操作思路，注重结构性改革，避免“大水漫灌”，将会密切关注外部环境变化，动态监测物价水平，坚持金融供给侧结构性改革主线，一是货币政策总体保持定力，认真办好自己的事，通过政策性银行发力，加大逆周期调节，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定；二是定向宽松，加大对民企和中小微企业等薄弱环节和重点领域金融支持力度，优化信贷投放结构，控制房地产行业金融资源占比，不将房地产作为短期刺激经济的手段，促进经济结构调整；三是通过 LPR 改革，以市场化手段推动无风险利率下行。四季度 LPR 仍有三次报价，预计将会延续 9 月 20 日 LPR 报价趋势，逐步降低 LPR 报价水平。随着 LPR 改革，通过降低 MLF 利率引导 LPR 报价利率下行是四季度货币政策操作关键。四是加大对中小银行支持力度，通过鼓励中小银行增资扩股，扩大中小银行的支持力度，优化金融供给结构，通过改革的办法降低融资成本，提高金融服务实体经济效率；五是继续扩大金融对外开放，通过加强竞争改善金融服务水平。

● **风险提示：政策转向；外部环境恶化**

相关报告

下半年货币政策更加注重“适时适度”——宏观专题

2019-07-01

下半年积极财政仍将继续发力——宏观专题

2019-06-25

同业业务、流动性分层与央行风险管理——宏观专题

2019-06-18

信贷平稳，低基数助推社融增速回升——2019 年 5 月份金融数据点评

2019-06-12

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2 月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设 CBS 并非中国版 QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019 年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 通过市场化改革办法促进实际利率水平明显降低.....	3
2、 深化政策性金融机构改革，支持中小银行补充资本.....	3
3、 货币政策趋势与展望.....	4
4、 大类资产观察（2019.09.23-2019.09.29）	5
4.1、 股票市场	5
4.2、 债券市场	5
4.3、 外汇市场	6
4.4、 房地产市场	7
4.5、 大宗商品市场	7

图表目录

图 1: 发达经济体主要资本市场表现.....	5
图 2: 新兴经济体主要资本市场表现.....	5
图 3: 中债国债到期收益率曲线.....	6
图 4: 美国国债到期收益率曲线.....	6
图 5: 美元指数与人民币汇率.....	6
图 6: 日元、欧元、英镑兑美元汇率	6
图 7: 30 大中城市商品房成交套数和成交面积.....	7
图 8: 一二三线城市商品房成交分化	7
图 9: 原油期货价格指数.....	8
图 10: 黄金价格指数.....	8
图 11: 南华商品涨跌幅度	8
图 12: 南华农产品涨跌幅度	8
图 13: 南华能化涨跌幅度	8
图 14: 南华工业涨跌幅度	8
图 15: 南华金属涨跌幅度	9
图 16: 南华贵金属涨跌幅度	9

事件：2019年9月25日，央行货币政策委员会2019年第三季度例会在北京召开，会议分析了国内外经济金融形势，指出经济下行压力加大，需要继续密切关注国际国内经济金融形势的深刻变化，加大逆周期调节力度，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，深化利率市场化改革，完善贷款市场报价利率形成机制，坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低。9月27日，金融委召开第八次会议，研究深化金融体制改革、增强金融服务实体经济能力等问题，下一步将重点发挥好政策性金融机构在经济转型升级和高质量发展中的逆周期调节作用，重点支持中小银行补充资本，进一步扩大金融业高水平双向开放。

1、通过市场化改革办法促进实际利率水平明显降低

央行改变宏观经济看法，认为经济下行压力加大。本次央行货币政策委员会第三季度例会中分析了国内外经济金融形势，首次提出国际经济金融形势错综复杂，外部不确定不稳定因素增多，宏观经济下行压力加大。这次不同于1、2季度例如关于宏观“经济呈现健康发展”的判断，3季度例会认为在中美贸易摩擦升级背景下，宏观经济面临较大下行压力。因此9月初央行采取了降准和定向降准政策，体现了货币政策逆周期调节的要求；关于人民币汇率方面，央行认为人民币汇率总体稳定，双向浮动弹性提升，应对外部冲击的能力增强。国内方面由于经济增长动力持续转换，经济保持了较强韧性，在宏观杠杆率高速增长势头得到遏制背景下，主要宏观经济指标保持在合理区间。

坚持用市场化改革办法促进实际利率水平降低。央行认为促进实际利率水平降低需要采用市场化改革办法：一是下大力气疏通货币政策传导机制；二是认真办好自己的事，创新和完善宏观调控，加大逆周期调节力度，加强宏观政策协调，用好信贷、债券、股权“三支箭”的政策组合，形成“几家抬”的政策合力；三是推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，促进经济良性循环；四是深化金融供给侧结构性改革，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，优化融资结构和信贷结构，加大金融改革对推动高质量发展的支持力度，提升金融体系与供给体系和需求体系的适配性；五是以LPR为抓手，深化利率市场化改革，推动利率市场化进程。未来央行将提高LPR对市场利率敏感度，激活我国金融机构LPR集中报价和发布机制，扩大以LPR定价为基准的贷款范围、规模与期限，将同业拆借和普通贷款均纳入以LPR定价为基础的范围，完善贷款市场报价利率形成机制，推动实际运用范围。

提高对物价变化的关注，保持物价水平总体稳定。近期我国由于猪瘟导致的猪肉供给的结构性矛盾，猪肉价格涨幅较大，对物价水平带来一定的结构性冲击，面对物价的结构性难题，只有增加猪肉价格供给才是化解物价波动的关键，因此，央行认为稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，保持广义货币M2和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，保持物价水平总体稳定。

2、深化政策性金融机构改革，支持中小银行补充资本

加大逆周期调节力度。金融委第八次会议保持了与第七次会议的基调，在继续实施好稳健货币政策的同时，加大逆周期调节力度，保持流动性合理充裕和社会融资规模合理增长。这是央行易纲行长9月24日在欧洲央行、美联储实施宽松货币政策时表态，我国货币政策以我为主，未来将保持定力，坚持稳健的取向，保持广义货币M2和社会融资规模的增速与名义GDP的增速大体相当，坚决不搞“大水漫灌”。同时，加强逆周期调节力度，因此本次加大逆周期调节更多体现的是结构

性，一方面防止资金流向房地产领域，坚持房地产调控不放松；另一方面，引导金融机构资金加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度，努力做到逆周期调节更多是对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。

深化政策性金融机构改革。这次金融委将金融供给侧结构性改革聚焦于政策性金融，通过深化国开行、农发行、进出口行三大政策性银行金融机构改革，完善治理体系和激励机制，遵循金融机构经营规律，发挥好政策性金融机构在经济转型升级和高质量发展中的逆周期调节作用。未来政策性金融机构改革将会有一系列措施，例如发挥国开行在地方政府隐性债务置换和处置方面的优势，提高国开行对地方政府基建的投资力度；发挥进出口行在“一带一路”项目上的支持力度；发挥农发行在民营和小微以及设施农业方面的扶持力度。

加快构建商业银行资本补充长效机制，丰富银行补充资本的资金来源渠道，重点支持中小银行补充资本。目前在服务实体经济，支持县域民营和中小微企业中小银行作用不可替代，但是由于中小银行受约束于资本充足率，尤其对中小微企业的信贷投放过度占用风险资本，因此亟需增资扩股补足资本充足率。目前是国有四大行、股份制银行纷纷通过银行可转债、二级资本债、优先股、永续债和定向增发等方式补充了资本充足率，但是中小银行补充核心资本的渠道有限，要想激励中小银行加大多中小微企业的支持力度，只有重点支持中小银行补充资本，丰富中小银行补充资本的资金来源渠道，将资本补充与改进公司治理、完善内部管理结合起来，才能有效引导中小银行下沉重心、服务当地，支持民营和中小微企业，进一步实现信用扩张。

扩大金融业高水平双向开放。我国金融对外开放从2018年4月博鳌论坛已经进入开车道，目前我国在金融业对外开放11条措施后，这次金融委第八次会议再次提出，要进一步扩大金融业高水平双向开放，鼓励境外金融机构和资金进入境内金融市场，提升我国金融体系的活力和竞争力。同时为了配合金融对外开放，国家外汇管理局已经取消了合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制，这也就意味着未来无论是股票市场还是债券市场，我国海外长线资金将会持续流入，外资占比会进一步上升。

3、货币政策趋势与展望

2019年四季度央行已经明确货币政策操作思路，注重结构性改革，避免“大水漫灌”，将会密切关注外部环境变化，动态监测物价水平，坚持金融供给侧结构性改革主线，一是货币政策总体保持定力，认真办好自己的事，通过政策性银行发力，加大逆周期调节，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定；二是定向宽松，加大对民企和中小微企业等薄弱环节和重点领域金融支持力度，优化信贷投放结构，控制房地产行业金融资源占比，不将房地产作为短期刺激经济的手段，促进经济结构调整；三是通过LPR改革，以市场化手段推动无风险利率下行。四季度LPR仍有三次报价，预计将会延续9月20日LPR报价趋势，逐步降低LPR报价水平。随着LPR改革，通过降低MLF利率引导LPR报价利率下行是四季度货币政策操作关键。四是加大对中小银行支持力度，通过鼓励中小银行增资扩股，扩大中小银行的支持力度，优化金融供给结构，通过改革的办法降低融资成本，提高金融服务实体经济效率；五是继续扩大金融对外开放，通过加强竞争改善金融服务水平。

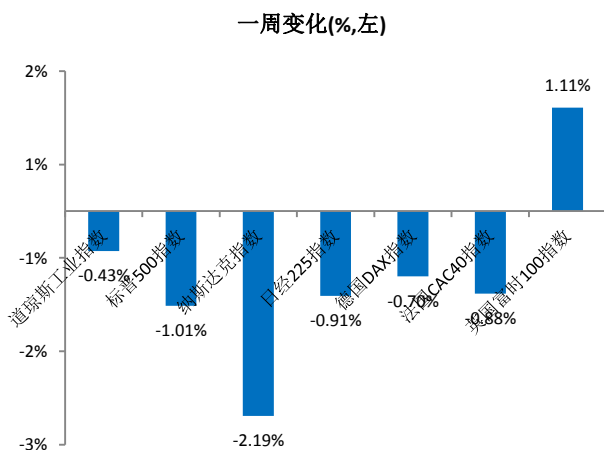
4、大类资产观察 (2019.09.23-2019.09.29)

4.1、股票市场

美联储重启隔夜回购操作，三大股指集体收跌。上周，美国8月耐用品订单环比增0.2%，连续3个月增长；扣除运输的耐用品订单初值环比增0.5%，高于市场预期0.3个百分点；扣除飞机非国防资本耐用品订单初值环比减0.2%，与市场预期持平。美国8月核心PCE物价指数同比升1.8%，为1月以来最快增速，符合市场预期；环比升0.1%，预期升0.2%，前值升0.2%。美国8月PCE物价指数同比升1.4%，预期升1.4%，前值升1.4%；环比持平，预期升0.2%，前值升0.2%。美国8月个人支出环比升0.1%，低于市场预期0.2个百分点。美联储9月17日重启隔夜回购操作，是2008年美国金融危机后的第一次，而且连续7天向市场累计注入近5220亿美元流动性。由于美国正在考虑限制美国的海外投资以降低面向海外的风险敞口，这一消息导致美股承压，美国三大股指集体收跌。其中，道指周跌0.43%，收于26820.25点；标普500指数周跌1.01%，收于2961.79点；纳指周跌2.19%，创8月2日以来最大周跌幅，收于7939.63点。

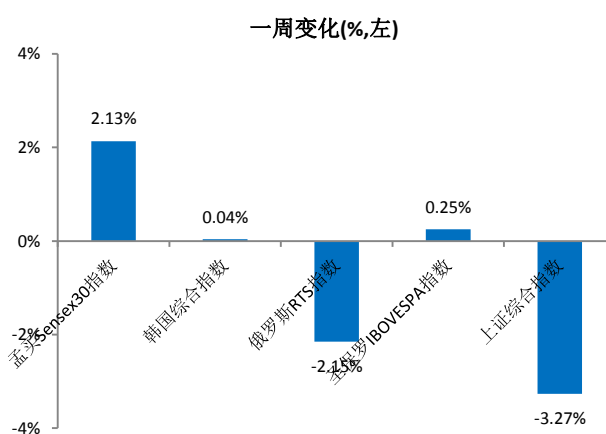
欧洲和亚太股市张得不一。上周，欧元区经济信心指数创下自2015年2月以来最低水平，从8月份的103.1下降到了9月份的101.7。法国CAC40指数周跌0.88%，收于5640.58点；德国DAX指数周跌0.7%，收于12,380.94点；英国富时100指数周涨1.11%，收于7,426.21点。**亚太方面**，韩国综指周涨0.04%，收于2049.93点；日经225指数周跌0.91%，收于21878.9点；上证指数周跌3.27%，收于2932.17点。

图1：发达经济体主要资本市场表现



资料来源：wind，新时代证券研究所

图2：新兴经济体主要资本市场表现



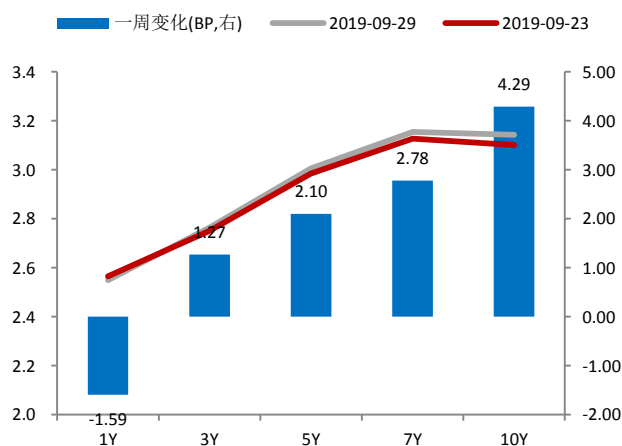
资料来源：wind，新时代证券研究所

4.2、债券市场

避险情绪升温，美债收益率全线走低。上周，启动特朗普弹劾调查的消息，引发市场避险情绪升温，由于市场过度担心，美债收益率出现大幅下行。其中，1年期短端债券收益下行10BP至1.74%；3年期、5年期、7年期美债收益率分别下行5BP、5BP、6BP，报1.58%、1.56%、1.62%；10年期美债收益率下行5BP，报1.69%；30年期美国国债收益率下行3.5BP，收至2.131%。

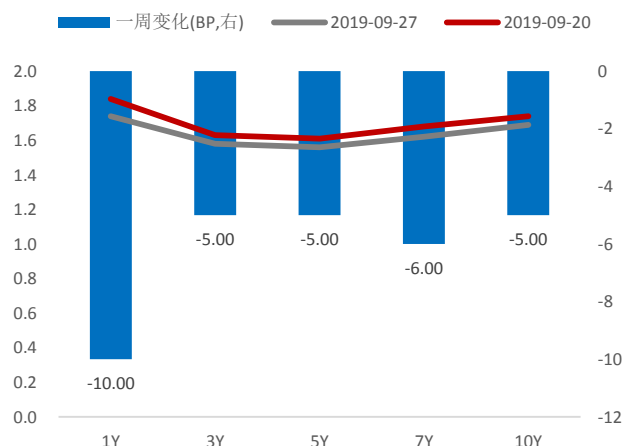
国内债券市场：期限利差走阔，国债收益率多数上行。上周，临近季末财政支出力度较大，银行体系流动性总量处于较高水平，公开市场 1000 亿元国库现金定存到期，央行继续 14 天逆回购，公开市场开展 2100 亿元逆回购操作，全口径下央行实现资金净回笼（含国库现金定存）800 亿元。本周公开市场有 1500 亿元逆回购到期，由于国庆假期，顺延至节后 10 月 8 日。资金面方面，隔夜利率跌至历史低位，凸显出跨季资金较为充裕，国债收益率多数上行，长端收益率窄幅变动。其中 1 年期国债收益率下行 1.59BP 至 2.5493%。3 年、5 年、7 年期国债收益率上行 1.27BP、2.10BP、2.78BP，10 年期国债收益率上行 4.29BP，至 3.1434%。10Y-1Y 期限利差走阔 5.88BP 至 59.41BP。

图3：中债国债到期收益率曲线



资料来源：wind，新时代证券研究所

图4：美国国债到期收益率曲线

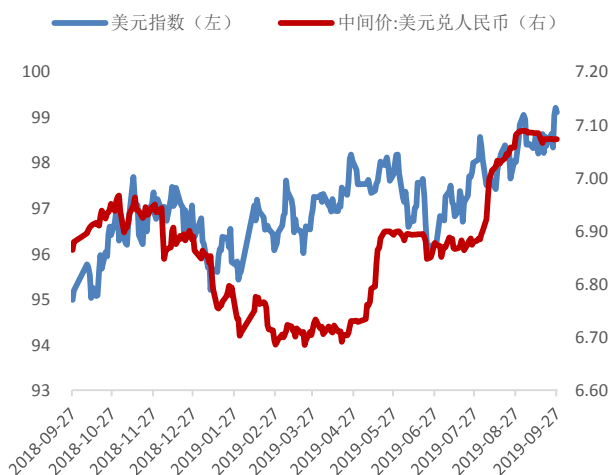


资料来源：wind，新时代证券研究所

4.3、外汇市场

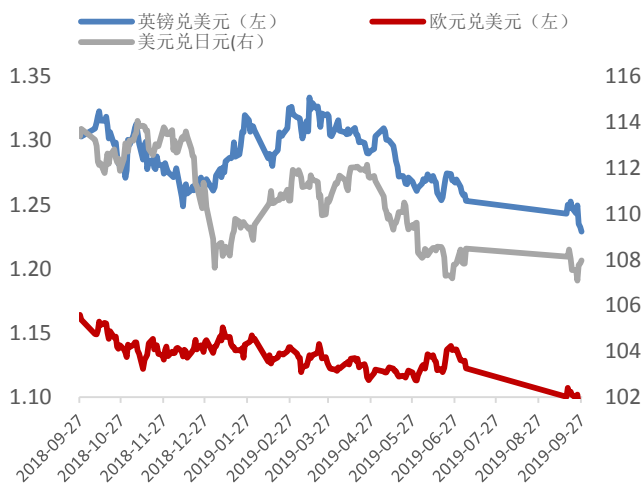
美元指数上涨，非美货币涨跌不一。上周，美元指数继续走强，周涨 0.65%，收于 99.1167。非美货币涨跌不一，其中，英镑兑美元周跌 1.48%，报 1.2290；欧元兑美元周跌 0.69%，报 1.0942；美元兑日元周涨 0.38%，报 107.96。美元兑人民币汇率中间价升值 1BP，收于 7.0731。

图5：美元指数与人民币汇率



资料来源：wind，新时代证券研究所

图6：日元、欧元、英镑兑美元汇率

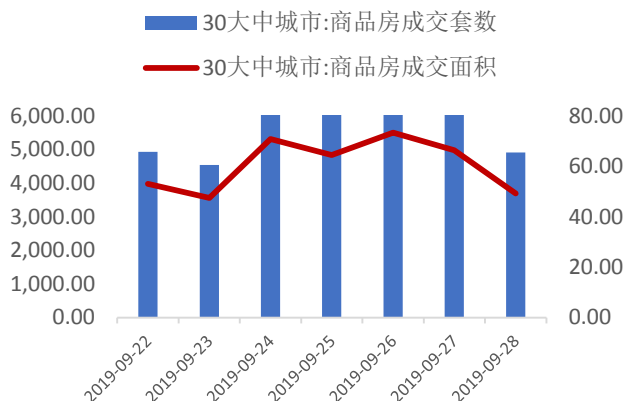


资料来源：wind，新时代证券研究所

4.4、房地产市场

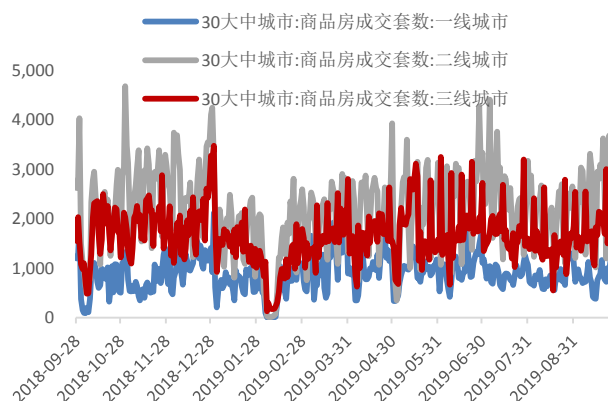
国庆小长假节前，三十大中城市一二线城市商品房成交面积普遍上行，三线城市成交下跌。上周，在中秋“小阳春”之后，面临国庆小长假，虽然“金九银十”成色已降，但是房企加强市场推盘力度，上周三十大中城市商品房成交面积小幅上行。其中，一线城市成交 6524 套，较上周增加 1291 套；二线城市成交 17710 套，增加 1763 套；三线城市成交 11210 套，较上周下降 1733 套。

图7： 30 大中城市商品房成交套数和成交面积



资料来源：wind，新时代证券研究所

图8： 一二三线城市商品房成交分化



资料来源：wind，新时代证券研究所

4.5、大宗商品市场

黄金价格持续走低，原油价格收跌。上周，美元的流动性紧缩支撑了美元指数上行，而且随着美元流动性持续吃紧，美元指数有望破百，贵金属持续走低，其中，COMEX 黄金期货周跌 0.58%，收于 1506.4 美元/盎司，现货黄金价格再度跌破 1500 美元/盎司，收于 1489.90 美元/盎司。供给方面，沙特提前恢复原油产量，日产量达 980 万桶，未来原油受冲击影响将会弱化，国际油价持续下挫，其中，布伦特原油周跌 3.69%，报 61.91 美元/桶；WTI 原油周跌 3.75%，报 55.91 美元/桶。国内方面，贵金属全部下跌，能化品普遍下跌，沥青、燃油、甲醇、原油跌逾 1%；黑色系表现不一，螺纹钢、动力煤上涨，焦煤、热卷下跌。

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_9832

