

宏观研究/动态点评

2019年09月30日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

程强 执业证书编号: S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

刘天天 执业证书编号: S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

张浩 +86 21 28972068
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：8月利润短期调整，不改向上修复趋势》2019.09
- 2《宏观：再降 LPR 意味着什么？》2019.09
- 3《宏观：美联储研究扩表抑制全球负利率扩散》2019.09

政策性金融蓄势待发值得关注

点评 9 月 27 日金融稳定发展委员会第八次会议

政策性金融可以发力的领域仍较多

2019 年 9 月 27 日，国务院金融稳定发展委员会（以下简称金融委）召开第八次会议，会议提出：“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”。我们认为，今年以来经济下行的压力逐渐显现，近期的宏观经济数据也印证了这一趋势。在这种情形下，我们认为政策层面会逐渐开始发力逆周期调节，而政策性金融工具是其中非常重要的选项。目前，政策性金融更多集中在重要基础设施、棚户区改造等领域，但我们认为政策性金融可以发挥的领域还能进一步扩展，比如在旧城改造、保障房、市政建设和公路等，都可以通过创新政策性金融工具给予支持。

政策性金融可以更好发挥财政杠杆效应

会议强调要进一步深化政策性金融机构改革，完善治理体系和激励机制，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。我们认为六稳仍是当下政策核心，逆周期政策发力有助于稳增长，财政方面，减税降费、专项债新政等维持积极态势，但赤字预算和债务限额是限制。财政与政策性金融最大的区别是杠杆作用，政策性金融最大的作用是用少量财政资金撬动比较大的资金杠杆。从过往基建历史看，政策性金融发挥了重要作用。我们认为，政策性金融有助于通过放大财政杠杆作用提升财政资金使用效果，更好的发挥逆周期调节作用。

PSL 此前净回笼状态不可持续

央行在二季度货币政策执行报告中就写到：“上半年，对政策性银行和开发性银行净发放抵押补充贷款 1335 亿元，其中第二季度净收回 279 亿元。”根据 Wind 数据的统计，最近 4 个月 PSL 都处于净回笼状态，5-8 月 PSL 期末余额变化量分别为-85 亿、-194 亿、-103 亿、-104 亿元。我们认为，PSL 作为支持重点领域薄弱环节的中长期再贷款，净回笼会形成基础货币的缺口，这个缺口虽然可以通过 MLF 等资金替代，但是支持重点领域薄弱环节的作用难以发挥，因此我们认为 PSL 此前净回笼状态不可持续。

PSL 资金可以从棚改转为支持旧城改造、保障房等领域

我们认为政策性金融仍有较大发力空间，PSL 仍是重要政策工具。之前 PSL 主要用于棚改货币化安置，推动三四线城市去库存。在过去三年时间，三四线地产去库存力度已经较大，对应房价也已出现累计较大涨幅。我们认为目前地产政策总体定调仍是房住不炒，对三四线地产调控是边际收紧的。7 月 30 日政治局会议将老旧小区改造列入补短板，属于供给侧改革重点方向，我们认为中央可能对该领域加大融资支持。PSL 作为政策性金融重要工具，未来发力的主要方向可能从棚改转为支持旧城改造、保障房等领域。

PSL 投放增加静态看利于利率下行，动态看扩信用或导致利率阶段性上行

我们认为 PSL 投放对于利率趋势方向的影响关键取决于从哪个视角出发：从静态看，此前 PSL 在 2018 年上半年投放较多时，实际上起到了利率下行的作用，主要原因在于国开行减少债券发行，本身是减少债券市场供给，同时 PSL 作为中长端资金的供应增加，有利于长端利率下行。这背后隐含的假设是总体棚改的量没有发生变化，只是国开行的资金来源发生了改变。前文我们提到 PSL 近期处于净回笼的状态，但这种状态不可持续，未来将会新增加支持的领域，这势必会增加信贷的投放。所以从动态来看，信用释放叠加上逆周期调节作用，利率存在阶段性上行的可能。

风险提示：政策落地不及预期；经济超预期下行。

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，需在允许的范围内使用，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_9845

