

## 加大逆周期调节力度 为改革赢得时间

### ——央行降准点评

#### 核心内容：

★50个基点的全面降准力度也未超过预期力度，但是央行本次通过全面降准+定向降准的方式释放流动性，凸显了通过货币政策强化逆周期经济调节的意味，也体现了对于防风险底线思维的坚守，当前一些特定类型的金融机构可能需要额外的流动性支持，比如中小银行、城市商业银行等。

★当前实施货币宽松的条件业已具足。降准之后央行是否会采取降息行动呢？事实上，此前LPR改革就有寓降息于的意图。目前央行降息（尤其是公开市场操作工具降息）与降准均有空间，央行预计会以降准及综合运用公开市场量价工具为优先，落实稳健货币政策下的宽松操作。下半年货币政策将成为逆周期调节的主力。

★货币政策也并非万能，当前从社会融资角度看，实体经济因为投资回报率低迷而缺乏投融资热情是拖累社会融资增长的一个重要原因。

★总体来看，在经济下行压力之下，稳增长已经成为当前经济工作的主要目标。在经济下行压力持续的过程中，稳增长的重要性将被客观形势不断凸显，只有经济增长保持在一定合理区间，才能为改革赢得时间。

#### 分析师

张宸

☎：(8610) 8357 1342

✉：zhangchen\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517120001

#### 特别感谢：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin\_yj@chinastock.com.cn

## 加大逆周期调节力度 为改革赢得时间

日前，面对复杂的外部形势与国内经济下行压力，国务院常务会议作出相应部署，全面运用货币政策工具，在稳健的政策基调下营造适宜的货币金融环境。“适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。压实责任，增强做好“六稳”工作的合力，确保经济运行在合理区间。”因此，本次央行适时调降存款准备金率已在预期之内，央行此番作为并没有太多意外。

**50个基点的全面降准力度也未超过预期力度，但是央行本次通过全面降准+定向降准的方式释放流动性，凸显了通过货币政策强化逆周期经济调节的意味，也体现了对于防风险底线思维的坚守，当前一些特定类型的金融机构可能需要额外的流动性支持，比如中小银行、城市商业银行等。**在全面降准之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，央行额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。

**当前实施货币宽松的条件业已具足。**PMI是经济景气先行指标；PPI是工业品价格，显示中下游需求的强弱。这两个指标目前都指向经济下行而不是过热。外部环境上，中美关系错综复杂，同时全球经济放缓，外需疲弱短期难以有明显起色。主要国家央行被迫长期实施货币相对宽松的政策。对于汇率和资本流动而言，中国目前实施货币宽松也恰逢其时。至于猪价，目前猪肉已经迎来地产调控式的价格管控和保证供给措施。事实上，若观察剔除食品价格后的CPI，并结合PPI的态势，就不会被CPI的数字所误导，得出滞胀或者类滞胀、货币不可能宽松的结论。

**降准之后央行是否会采取降息行动呢？事实上，此前LPR改革就有寓降息于的意图。**目前央行降息（尤其是公开市场操作工具降息）与降准均有空间，央行预计会以降准及综合运用公开市场量价工具为优先，落实稳健货币政策下的宽松操作。在LPR形成机制改革之后公开市场工具利率已经成为贷款市场利率的定价基础，央行公开市场操作具备了更加显著的货币政策执行力度。本次央行预先通过降准释放流动性，也是为了给下一步调降MLF利率提供条件。预计年底前本次规模的降准还将有一次，而公开市场操作工具利率调降，比如降低MLF利率（间接引导LPR下降）也可预期。若得以实施，央行可以采用“小步长、多频次”的方式加以操作，公开市场工具的使用将超过调节准备金率这一数量型政策工具。

**下半年货币政策将成为逆周期调节的主力。**今年以来地方财政投融资矛盾趋于尖锐，财政压力增大。从上半年情况看，地方债发行额度已达70%，目前已超90%，按照国务院部署9月底前专项债额度要发行完毕。表明在稳增长逻辑之下，中央还是希望地方在上半年基础上，继续保持较快的财政支出进度，加大对有效投资的资金挹注，从而对冲经济下行的压力。但客观而言，地方财政当前增支减收的矛盾有所加剧。所以，新一年度专项债新增额度会依照今年成例继续提前下发，但其到位地方并开始使用估计会在明年一季

度。因此，预计很难在今年年内对地方财政形成增量助益。我们认为，当前财政政策调节稳增长而进一步显著发力的空间有限，三季度剩余时间与四季度逆周期调节会以货币政策为主力。

**货币政策也并非万能，当前从社会融资角度看，实体经济因为投资回报率低迷而缺乏投融资热情是拖累社会融资增长的一个重要原因。**同时面对贸易战持续与全球经济放缓拖累外需的挑战，进一步优化国内市场营销环境成为稳定经济运行的关键所在，只有树立正向市场预期，激发微观主体投融资活力，经济平稳运行才有坚实的基础。

**总体来看，在经济下行压力之下，稳增长已经成为当前经济工作的主要目标。**下半年适逢建国 70 周年大庆，保持经济平稳运行至关重要是必须完成的任务。PMI 整体以及生产和新订单分项仍然处于下行趋势，经济景气下行趋势未改。在去年下半年低基数的情况下，目前各项经济指标的表现仍然不甚理想。内部需求疲弱态势超过外需弱化的影响，显示当前内部经济政策的调适以承托经济已经超越外部形势变化的影响。

**在经济下行压力持续的过程中，稳增长的重要性将被客观形势不断凸显，只有经济增长保持在一定合理区间，才能为改革赢得时间。**应该看到，在国家综合运用各种手段稳增长的政策环境下，下半年经济继续显著破位下行的空间已经不大，年度经济增长在 6% 以上的目标达成应可以预期。我们认为，稳增长与促改革并不矛盾，宏观政策工具逆周期调节主要用以应对短期经济失速的风险，而深化改革则主要解决资源配置效率的提升以激发经济内生潜力，实现长期经济均衡的优化，促使我国经济社会发展行稳致远，两者相辅相成，互相促进，成为维护我国经济社会大局稳定的有机整体。

## 作者简介与承诺

张宸, 宏观研究员, 财政部中国财政科学研究院应用经济学博士。2015年4月加入中国银河证券研究院至今, 主要负责宏观经济与政策研究。

余逸霖, 宏观助理研究员, 英国格拉斯哥大学金融学硕士, 2018年4月加入中国银河证券研究院。

张宸 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 本人承诺, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**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\\_9911](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9911)

