

短端“大方”宽松，长端“小心”滴灌 ——二季度货币政策执行报告点评

分析师：梁中华

执业证书编号：S0740518090002

电话：021-20315056

邮箱：liangzh@r.qlzq.com.cn

研究助理：吴嘉璐

电话：

Email: wujl@r.qlzq.com.cn

相关报告

1 汽车消费再度回落

2 剔除猪价飞涨，都是结构通缩！

3 主业稳健增长，同心圆业务拓展加速

投资要点

■ 1、融资需求回落，利率继续下降。

央行公布的6月金融机构贷款加权平均利率较3月继续下降3bp至5.66%；其中一般贷款利率环比下降10bp，票据利率持平上季度，个人住房贷款利率下降15BP至5.53%。从利率浮动的情况来看，6月执行上浮利率的贷款占比比3月下降1.7个百分点，而执行下浮利率的贷款占比上升1.4个百分点。小微企业融资实际利率也明显降低，新发放普惠型小微企业贷款平均利率较2018年全年平均水平下降0.58个百分点至6.82%。

我们认为货币供给意愿增加，而融资需求逐渐回落，是利率水平逐步下降的主要原因。但近期对房地产企业、居民房贷利率略有收紧，预计实体融资利率下行速度将放缓。

■ 2、降低融资成本，重在利率并轨。

央行在报告中一再强调的宽松思路是，一方面通过降准、公开市场操作等方式保持短端货币流动性合理充裕；另一方面在长端通过定向工具支持实体增长，尤其关注普惠金融领域。之所以偏重于定向的宽松，而不是大水漫灌式的普遍宽松，是因为央行也兼着“防风险”任务，在房地产泡沫较大、金融风险较高的情况下，宏观审慎仍是央行考虑的重点。

下一步在降低融资成本方面，央行在专题中特别强调了推动利率体系逐步“两轨合一轨”，完善商业银行贷款市场报价利率机制，更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用。我们认为逐步取消基准贷款利率，允许LPR更加市场化的报价，有利于引导融资成本的进一步下行，将是下一步利率市场化的重点。

■ 3、包商事件缓解，但刚兑预期打破。

5月包商银行事件引发结构性流动风险，央行通过两方面化解风险：一是维持流动性总量的合理充裕，通过公开市场等多种政策工具投放流动性；二是对中小银行提供定向的流动性支持。央行指出6月中旬以后，中小银行的市场融资环境明显好转，回购利率下降、货币市场融资规模回升、同业存单成交回暖。但我们认为信用事件的处理其实打破了金融机构的长期刚兑预期，流动性分层现象仍将存在。

■ 4、承认下行压力，全球缺乏亮点。

央行在报告中提到，当前我国发展长短期、内外部等因素变化带来的风险挑战增多，企业生产投资趋于谨慎，制造业投资和民间投资增长有所放缓，经济增长对房地产和基建投资依赖较高，内生增长动力有待进一步增强，央行

强调国内经济下行压力加大。

央行还在专题中重点分析了全球经济面临的下行风险，短期来看，局部地缘政治风险可能加剧，英国脱欧前景有较大不确定性，贸易问题对全球投资者信心影响较大，投资者对欧洲银行体系稳健性存在担忧。中长期来看，全球生产率增长乏力、全球化走向不明朗、债务率高企、贫富差距扩大等固有问题依然存在，全球经济缺乏亮点。

对国内外经济增长压力的关注，也预示着央行货币政策宽松的大基调短期内不会改变。

■ 5、不担心通胀回升，强调不确定增加。

尽管二季度 CPI、PPI、GDP 平减指数同比均相比一季度回升，但央行在对通胀形势分析的时候，指出核心 CPI 稳中略降，企业生产需求边际放缓、大宗商品价格同比下降、上年同期基数较高等因素导致 PPI 走低。此外，减税措施、贸易问题还可能对不同部门的物价指数产生不同影响，未来一段时间物价水平受到供求两端影响，存在一些不确定性，央行对动态变化会持续监测。我们认为央行对通胀的表态略偏中性，通胀不会成为货币宽松的主要牵制。

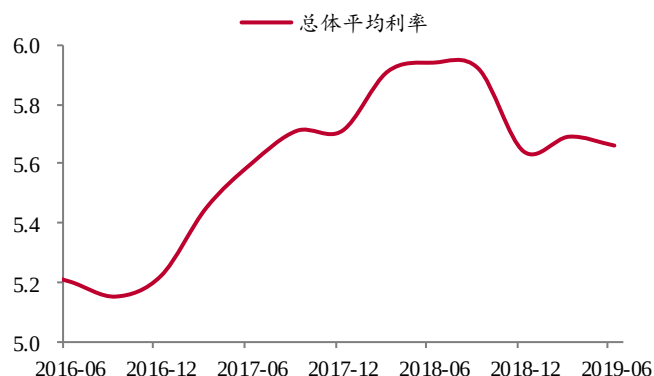
■ 6、不搞强刺激，定向宽松为主。

关于下一阶段的政策思路，央行表示会注重以供给侧结构性改革的办法稳需求，在推动高质量发展中防范化解风险，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务。稳健的货币政策要松紧适度，适时适度进行逆周期调节，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。这说明央行既会维持一定程度的宽松，发挥逆周期调节的功能；又不会进行大放水强刺激，兼顾防风险。

具体来说，央行在短端货币市场，仍会通过降准、公开市场操作等工具维持流动性合理充裕，在经济下行压力增大时，我们认为公开市场降息的可能性较大，以引导短端利率的进一步下行。而在长端信用市场，为兼顾房住不炒、防风险的任务，或将延续上半年定向宽松的大基调，尤其是以利率并轨为主要抓手，降低实体经济的融资成本。

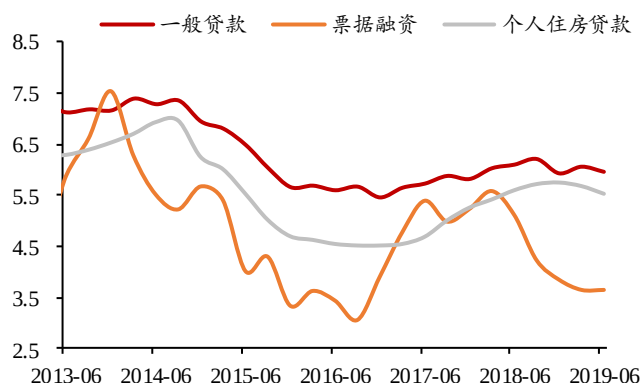
■ 风险提示：经济下行、贸易问题、地缘政治、政策变动。

图表 1: 金融机构人民币贷款加权平均利率 (%)



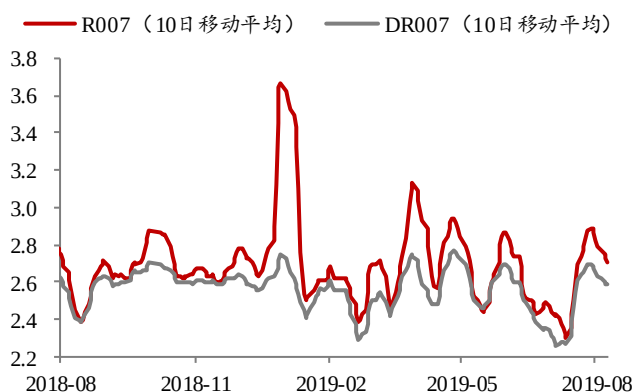
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 金融机构各类人民币贷款加权平均利率 (%)



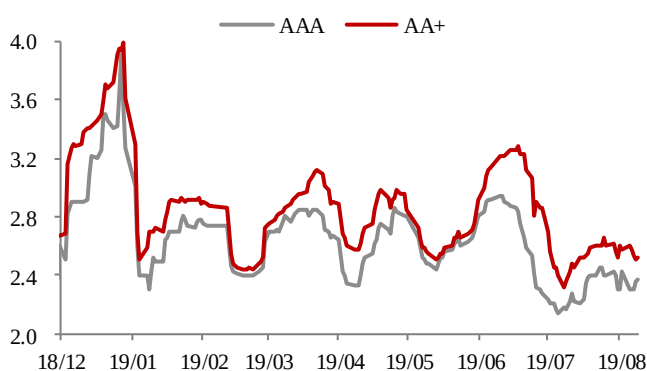
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: R007 与 DR007 利率走势 (%)



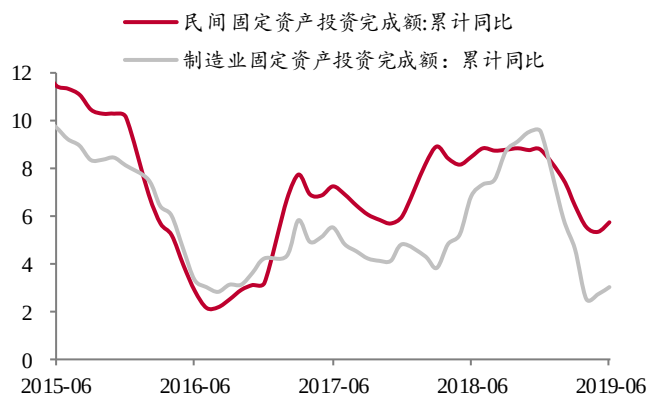
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 同业存单到期收益率 (1 个月, %)



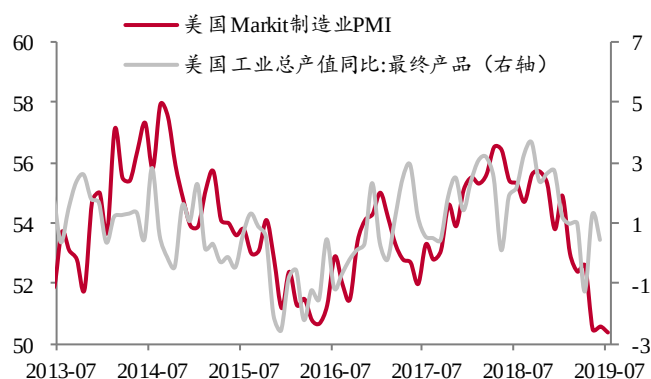
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 制造业投资和民间投资增速 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

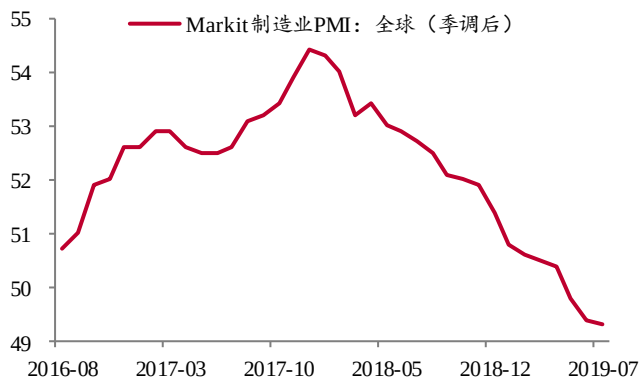
图表 6: 美国制造业 PMI 与工业总产值增速 (%)



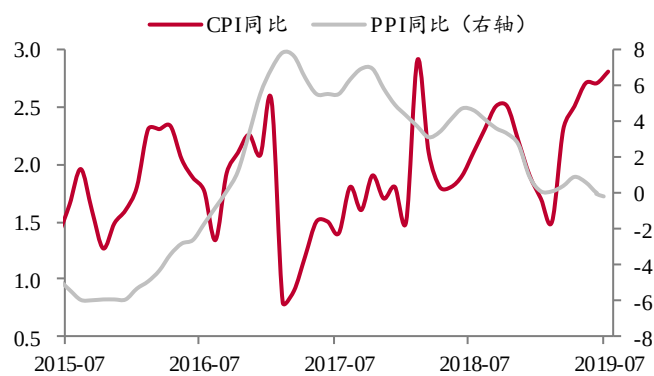
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 7: Markit 全球制造业 PMI 走势 (%)

图表 8: 我国 CPI 与 PPI 同比增速 (%)



来源: CEIC, 中泰证券研究所



来源: WIND, 中泰证券研究所

风险提示: 经济下行、贸易问题、地缘政治、政策变动。

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_10846

