宏观研究

证券研究报告

宏观经济点评报告

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

短期将持续稳货币

——三季度货币政策执行报告点评

2019 年 11 月 18 日

分析师:

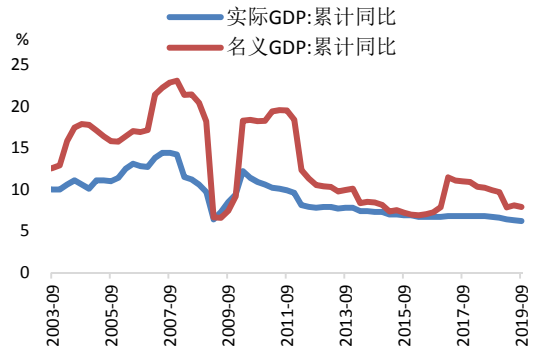
杜征征

执业证书编号：S1380511090001

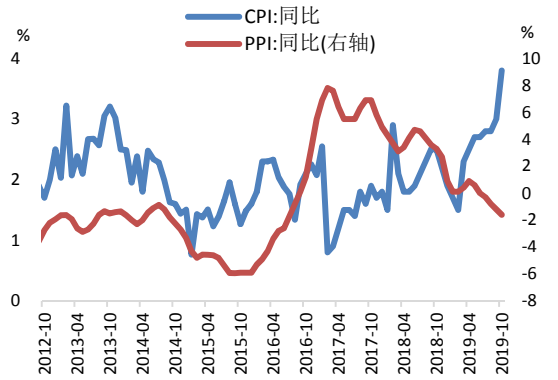
联系电话：010-88300843

邮箱：duzhengzheng@gkzq.com.cn

GDP



CPI 与 PPI



相关报告

1. 《内困外患下的变与不变—2019 年国内宏观经济展望》
2. 《通胀总体温和，利润分配转移—2019 年通胀形势展望》
3. 《经济下行压力尚存 疏通机制甚于放水—2019 年中期国内宏观经济展望》

内容提要:

三季度货币政策执行报告显示出稳货币的中性政策导向，为了加大逆周期调节，适度对冲经济下行，短期稳货币将持续与宽财政搭配。同时，央行删除“总闸门”措辞，为未来放松提前做了铺垫，但前提是经济超预期下行以及通胀适度回落。

中国经济当前面临外需回落、内需偏弱的双重压力，但完成小康任务需要未来 2 年 GDP 年均 6.1%的增速问题不大，叠加全社会杠杆率持续上升至较高水平，大水漫灌会造成中长期更严重的问题已形成共识，此外，传导机制不畅的问题并未得到根本性缓解，短期通胀将上行破 4 甚至破 5，进一步宽松的时机仍没有完全成熟。

不过，报告删除了“把好货币供给总闸门”的表述，同时提出“经济下行压力持续加大”，明确了短期经济下行压力，要加强/强化逆周期调节，这也为未来放松提前做了铺垫。

贷款利率下行有限，未来仍要进一步引导利率下行。9 月一般贷款加权平均利率比 6 月上升了 0.02 个百分点，同比则下降 0.23 个百分点，较 2016 年 12 月的低点(5.44%)仍高出 52bp。如果 MLF 利率和银行负债端成本没有明显下降，单纯指望银行压低风险溢价是不现实的，因此若是进一步降低企业融资成本，还需要通过引导 MLF 等利率的下降来推动负债端下行，从这个角度看，未来仍有一定下调空间。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期上行，贸易摩擦升温，经济下行压力增大，海外市场黑天鹅事件等。

事件：中国人民银行 11 月 16 日发布《2019 年第三季度中国货币政策执行报告》。

点评：三季度货币政策执行报告（下简称“报告”）显示出稳货币的中性政策导向，为了加大逆周期调节，适度对冲经济下行压力，短期稳货币将持续与宽财政搭配。同时，央行删除“总闸门”措辞，为未来放松提前做了铺垫，但前提是经济超预期下行以及通胀适度回落。

1、货币政策稳健基调不变

报告提出“货币政策保持定力，主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位……妥善应对经济短期下行压力，坚决不搞‘大水漫灌’”，表明短期稳健的政策基调将持续。中国经济当前面临外需回落、内需偏弱的双重压力，但完成小康任务需要未来 2 年 GDP 年均 6.1%的增速问题不大，叠加全社会杠杆率持续上升至较高水平，大水漫灌会造成中长期更严重的问题已形成共识，此外，传导机制不畅的问题并未得到根本性缓解，短期通胀将上行破 4 甚至破 5，进一步宽松的时机仍没有完全成熟。

不过，报告删除了“把好货币供给总闸门”表述，同时提出“经济下行压力持续加大”，明确了短期经济下行压力，要加强/强化逆周期调节，这也为未来放松提前做了铺垫。未来随着经济下行与通胀预期的弱化，货币政策仍有降准与降息的可能，后者则主要是围绕 LPR 定价机制以及引导 LPR 利率下行，引导金融机构增加对实体经济特别是民营、小微企业的支持，幅度上则是保持 M2 与社会融资规模增速与名义 GDP 增速相匹配。

2、通胀不是主要矛盾但需警惕与防止通胀预期发散

报告提出“不存在持续通胀或通缩的基础”，表明央行认为当前通胀是阶段性的而并非一轮通胀周期的开启；同时，报告提出“食品价格指数同比上涨幅度较大，未来一段时间需警惕通胀预期发散”，表明央行认为当前通胀是结构性的，主要是受食品价格尤其是猪肉价格较快上行拉动。此外，报告还提出“注重预期引导，防止通胀预发散”，预期引导可能包含两层意思，一方面当前通胀是结构性、阶段性的而并非全面通胀，另一方面尽管是肉类尤其是猪肉价格拉动 CPI 同比上行，货币政策宽松与否并不会直接作用于猪肉供给，但猪肉价格大幅上涨会带动其他食品甚至非食品价格上涨，这个阶段如果大规模宽松，很大程度上会强化市场

预期，导致通胀螺旋式上升。从这个角度出发，尽管当前通胀不是主要矛盾，但短期进一步放松似乎时机不成熟。

3、贷款利率下行有限，未来仍要进一步引导利率下行

报告的数据显示，9 月新发放企业贷款利率较 2018 年高点下降 0.36 个百分点；全部贷款加权平均利率为 5.62%，比 6 月下降 0.04 个百分点，同比下降 0.3 个百分点。其中，意义更大的一般贷款加权平均利率比 6 月上升 0.02 个百分点，同比则下降 0.23 个百分点，较 2016 年 12 月的低点（5.44%）仍高出 52bp，此外一般贷款中利率高于 LPR 的贷款占比为 83.05%，表明新 LPR 报价传导效果与预期仍有一定差距。如果 MLF 利率和银行负债端成本没有明显下降，单纯指望银行压低风险溢价是不现实的，因此若是进一步降低企业融资成本，还需要通过引导 MLF 等利率的下降来推动负债端下行，从这个角度看，未来仍有一定下调空间。

风险提示：央行超预期调控，通胀超预期上行，贸易摩擦升温，经济下行压力增大，海外市场黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，15 年证券从业经历，14 年宏观经济研究经验，2011 年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

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登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ **行业投资评级**

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%～10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ **短期股票投资评级**

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%～20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%～10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ **长期股票投资评级**

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其

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_8784