

## 宏观周报：货币宽松缓步慢行

### 本周要点回顾

**央行小幅降息。**央行周二意外降息，将一年期中期借贷便利（MLF）利率下调 5 个基点至 3.25%，为自 2016 年以来央行首次降低公开市场操作利率（图 1）。不过，央行暂停其他流动性操作，暂未调整 7 天逆回购和常备借贷便利利率。若央行维持其他工具利率不变，MLF 降息释放的宽松信号将减弱。过去几周国内食品价格上升，推动短中长债息普涨。我们认为本次小幅降息旨在防止利率过快上涨对流动性和信贷成本造成压力。

由于银行间市场资金成本上升，预计以 MLF 为基准的银行 LPR 下调空间不大，难以推动信贷周期的大幅反弹。由于食品价格继续攀升，货币宽松空间受限。若 MLF 利率调降后资金面压力有所缓解，央行可能将推迟降准至明年 1 季度春节前<sup>1</sup>。我们保持国内债息继续震荡上行至明年上半年的预期不变<sup>2</sup>。

**中美贸易谈判继续，已加征关税有望逐步取消。**据路透社报道，中美阶段性协议可能在 12 月初签署，双方仍在考虑协议签署的地点。中国商务部周四表示，中美同意随协议进展分阶段取消加征关税。美国白宫经济顾问 Kudlow 随后表示，如果中美达成第一阶段协议，将会有针对关税的协议和让步措施。然而美国总统特朗普周五却表示他尚未同意取消加征关税。不过，由于整体贸易谈判进展仍较为积极，支持市场风险偏好。人民币汇率继续走强并回至 7 以下。美债 10 年期利率则走高至 1.94%。

**猪价推动 CPI 走高，短期料继续上行。**10 月猪价拉动肉类价格全面上涨，食品价格同比涨幅冲破 15%，拉动整体 CPI 升至 3.8%。能繁母猪、存栏生猪的急剧下跌表明猪肉仍面临供给缺口，价格上涨压力仍较大。我们预计 CPI 年底及明年初将继续上行。

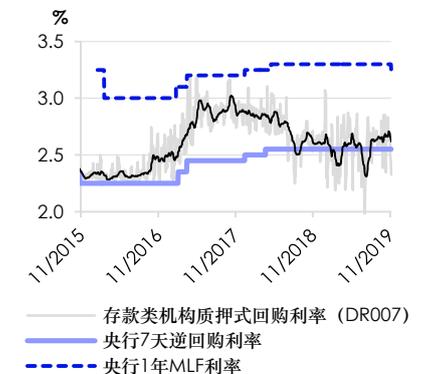
### 下周关注

**10 月工业生产预计保持复苏。**鉴于中美贸易协议前景改善、全球制造业及出口订单止跌企稳，我们预计 10 月工业生产增速较 3 季度企稳，同比由 5.0%回升至 5.5%左右。基建项目加速落地将拉动固定资产投资增速小幅回升。但土地成交面积和溢价率的持续下滑表明开发商拿地热情减退（图 2），房地产投资在未来几个月预计有所回调。消费方面，乘用车销售跌幅收窄，但由于双十一对消费的滞后效应，10 月社会零售总额增速预计仅小幅回弹。

**预计总信贷回暖继续乏力。**10 月国内债息上涨，银行融资环境趋紧，预计对贷款增速构成一定压力。另外，房贷利率继续上行，30 城销售面积增速走缓，个人房贷提升有限。我们预计 10 月贷款增速与上月大体持平。另因年内额度基本用尽，地方专项债 10 月净发行明显缩量，预计拖累整体社融回升。若 11/12 月地方债发行缺位，社融增速预计走低。

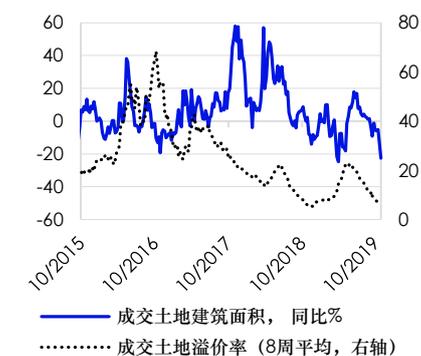
**美国发布消费数据，市场降息预期回调。**美国下周将发布 10 月关键消费数据，市场预计零售增速回弹，核心 CPI 同比维持在 2.4% 的高位。近期美国数据表现出的韧性、宽松的金融环境令市场对联储进一步宽松的预期降低，与我们对联储将暂停降息的预期一致。期货市场亦预计明年 11 月前联储都不会有所作为。

图 1：短期利率上升，央行调降 MLF 利率



资料来源：CEIC，建银国际证券

图 2：土地交易继续降温



资料来源：CEIC，建银国际证券

崔历

(852) 3911 8274  
cui@ccbintl.com

黄舒

(852) 3911 8012  
clairehuang@ccbintl.com

薛莹

(852) 3911 8013  
xueying@ccbintl.com

<sup>1</sup> 详见《中国经济评论：央行小幅宽松，MLF 调降 5 bp》（11 月 5 日）

<sup>2</sup> 详见《2019 年四季度宏观展望：通胀上升，宽松受阻》（9 月 30 日）

表 1: 一周重要数据、事件日程表

日期	时间	国家	数据	统计期限	彭博调查预期	建银国际预测	前值
11月11-15日	--	中国	社融（十亿人民币）	10月	950	970	2,272.5
11月11-15日	--	中国	人民币贷款（十亿人民币）	10月	800	800	1,691.0
11月11-15日	--	中国	M2 同比	10月	8.4%	8.4%	8.4%
11月13日	18:00	欧元区	工业产出同比（工作天调整）	9月	-2.3%	--	-2.8%
11月13日	21:30	美国	核心 CPI 环比	10月	0.2%	--	0.1%
11月13日	21:30	美国	核心 CPI 同比	10月	2.4%	--	2.4%
11月14日	10:00	中国	固定资产投资（不含农户）同比	10月	5.4%	5.4%	5.4%
11月14日	10:00	中国	工业增加值同比	10月	5.4%	5.5%	5.8%
11月14日	10:00	中国	零售同比	10月	7.8%	7.9%	7.8%
11月15日	21:30	美国	零售环比	10月	0.2%	--	-0.3%
11月15日	22:15	美国	工业产出环比	10月	-0.4%	--	-0.4%

日期	时间	国家	全球央行发言人日程、重要事件
11月13-14日	--	金砖国家	<ul style="list-style-type: none"> <li>第 11 届金砖国家元首峰会将在巴西首都举行，今年的主题是“创新未来的经济增长”</li> </ul>
11月14日	00:00	美国	<ul style="list-style-type: none"> <li>美联储主席鲍威尔出席国会联合经济委员会有关经济展望的听证会</li> </ul>
11月15日	00:45	美国	<ul style="list-style-type: none"> <li>美联储 Daly（非投票成员）在经济政策会议上做开场讲话</li> </ul>
11月15日	01:00	美国	<ul style="list-style-type: none"> <li>美联储 Williams（投票成员）在经济政策会议上发言</li> </ul>
11月15日	01:20	美国	<ul style="list-style-type: none"> <li>美联储 Bullard（投票成员）在路易斯维尔发表讲话</li> </ul>

\*金砖国家包括中国、印度、俄罗斯、巴西和南非。资料来源：彭博，建银国际证券

**评级定义：**

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 — 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于-10%

**分析师证明：**

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个日历内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易过本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

**免责声明：**

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及/或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制或分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公开发表的意见不同或相反。

本文仅为建银国际证券的机构或专业客户提供信息，且不应分发给零售客户。如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送到美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送到日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。

严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为不承担任何责任。

若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。

本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

©建银国际证券有限公司 2019。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

**建银国际证券有限公司**  
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼  
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097

**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\\_8935](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8935)

