



证券研究报告·宏观研究报告

2019 年 9 月 29 日

首创宏观“茶”：

加大逆周期调节力度，促进实际利率水平明显降低

——央行货币政策委员会三季度例会点评

主要观点：

研究发展部宏观策略组

王剑辉

宏观策略分析师

电话：010-56511920

邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn

执业证书：S0110512070001

- 9 月 25 日，中国人民银行货币政策委员会召开 2019 年第三季度例会。我们点评如下：
- 1、对宏观经济的看法趋于谨慎；
- 2、高度关注物价问题；
- 3、认真办好自己的事，进一步扩大内需；
- 4、加大逆周期调节力度，加强宏观政策协调，形成合力；
- 5、下大力气疏通货币政策传导。

事件：9月25日，中国人民银行货币政策委员会召开2019年第三季度例会。

点评：

对于货币政策委员会3季度例会，我们从与2季度例会对比的角度，提出以下5方面点评观点。

1、对宏观经济的看法趋于谨慎。1季度与2季度例会对宏观经济的看法完全一致，均认为“当前我国经济呈现健康发展，经济增长保持韧性，增长动力加快转换”。在对2季度例会进行点评时，我们坚定认为，“应该看到短期之内我国宏观经济压力犹存”（《首创证券宏观“茶”：结构性宽松是货币政策的“主旋律”》20190702）。此次3季度例会对宏观经济的看法发生两点改变：一是将“当前我国经济呈现健康发展”，替换为“当前我国主要宏观经济指标保持在合理区间”，表明央行对宏观经济的乐观看法发生了转变；二是将“增长动力加快转换”替换为“增长动力持续转换”，表明央行认为经济增长动力的加速度面临压力。最后，3季度例会明确提出“经济下行压力加大”。8月工业增加值当月同比仅录得4.4%，是1991年以来剔除春节月份后的最低值，主因是8月出口交货值当月同比大幅下行，时隔31个月再次进入负值区间。受中美贸易摩擦影响，出口交货值当月同比走势自2018年10月以来进入下行通道，期间几次受“抢出口”推动出现反弹，但是反弹的力度越来越弱。在大国博弈的背景下，中美贸易摩擦存在较大不确定性，预计出口交货值当月同比还将继续承压，8月的4.4%大概率不是本轮下行周期的底部，宏观经济还将面临较大压力。

2、高度关注物价问题。3季度例会指出“保持物价水平总体稳定”，这是自2014年4季度以来，央行货币政策季度例会首提物价问题。8月CPI同比录得2.8%，与7月并列为2018年3月以来最高值。本轮CPI同比上行，主要受“猪肉系”的拉动。后期CPI同比的走势，主要取决于猪肉价格走势，以及国际油价走势。猪肉价格方面，目前国家采取多种措施平抑猪价，但是在非洲猪瘟疫苗未研发出来之前，工商资本对进入养猪行业存在一定顾虑，这对扩大生猪产能形成一定压制，预计后期猪肉价格还将面临压力。国际油价方面，在9月14日沙特原油设施遭遇袭击之后，我们在《首创宏观茶：4.40%是否是本轮下行周期的底部》（2019年9月17日）中明确提出，“在需求端决定国际油价的背景下，预计国际油价在短期冲高之后，后期大概率下行”。截至9月29日，布伦特与WTI原油期货主力合约分别录得61.18美元/桶、56.18美元/桶，分别较前期高点下行10.77美元、7.20美元，重返沙特石油设施遭受袭击前水平，我们的观点得到充分验证。从绝对价格上看，预计年内国际油价还将保持低迷，但是考虑到2018年10月起，国际油价出现断崖式下跌，因此从同比的角度看，11月与12月国际油价当月同比有可能抬升，这将对11月与12月的CPI同比形成上行压力，进而对利率政策形成一定的掣肘。

3、认真办好自己的事，进一步扩大内需。7月30日年中政治局会议提出，“抓住主要矛盾，善于化危为机，办好自己的事”，3季度例会则增加“认真办好自己的事”的表述。在全球层面，宏观经济的主要矛盾是，受特朗普逆全球化政策的威胁，全球贸易秩序面临挑战，全球经济增速面临放缓的压力；在中国层面，宏观经济的主要矛盾是，中美贸易摩擦对

我国高新技术产品与机电产品形成压制，影响我国出口增速，进而对制造业以及相关行业的就业形成严重挑战。我们在认真应对中美贸易摩擦，努力“化危为机”的同时，应该“办好自己的事”，“认真办好自己的事”。内因是事物发展的根据，决定着事物发展的基本趋向；外因是事物发展的外部条件，它对事物的发展起着加速或延缓的作用，外因必须通过内因而起作用。一方面，面对出口增速承压，我们能采取的措施较为有限，人民币贬值是措施之一，但是汇率贬值是一把“双刃剑”，将对进口增速形成利空，因此，在外需面临压力的背景下，我们能做的是“办好自己的事”，努力扩大内需，正如7月30日政治局会议所指出的，“深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求”。近期出台的《交通强国建设纲要》是逆周期调节的重大举措：一是通过交通网络的完善铺垫，拉动基建投资；二是在此基础上，形成都市圈刺激消费；三是在完善中西部地区交通网络的基础上，通过西部地区劳动力成本低的优势，推动产业向中西部地区转移。另一方面，“办好自己的事”，“认真办好自己的事”并不是埋头苦干，不顾不管全球经济形势，而是“要继续密切关注国际国内经济金融形势的深刻变化”，在“中长跑”的过程中，灵活应对，选取最优路径，达成我们的战略目标。

4、加大逆周期调节力度，加强宏观政策协调，形成合力。在逆周期调节的力度上，3季度例会认为，“加大逆周期调节力度，加强宏观政策协调，形成合力”，而2季度例会的提法则是“适时适度实施逆周期调节”。与2季度例会相比，3季度例会对逆周期调节着墨更多，力度更强，体现在两个方面：一是在经济呈现健康发展，增长动力加快转换的背景下，2季度例会强调适时“适度”实施逆周期调节，而3季度例会在宏观经济下行压力加大的背景下，强调“加大”逆周期调节力度；二是3季度例会强调“加强宏观政策协调，形成合力”，认为逆周期调节需要各部门协调配合，通过“几家抬”形成合力。我们认为，“加强宏观政策协调”主要包括两个层面。第一个层面是财政政策与货币政策相互协调，其中，专项债的发行应该是财政政策与货币政策的主要结合点，是今后工作的重点。第二个层面是“要压实责任，增强做好‘六稳’工作的合力”，具体而言，在金融委统一指挥协调下，压实金融机构、地方政府和金融管理部门的责任，其中，金融机构要强化主体责任，地方政府要强化属地风险处置责任和维稳第一责任，金融管理部门要强化监管责任。在此基础上，好各项金融工作，形成合力，“确保经济运行在合理区间”。

5、下大力气疏通货币政策传导。货币政策传导不甚顺畅，是宏观经济存在的“一些深层次问题和突出矛盾”之一。2季度例会认为，要“进一步疏通货币政策传导渠道”，而3季度例会认为，要“下大力气疏通货币政策传导”。我们知道，货币政策传导机制有多种类型，包括利率机制、信贷传导机制、资产价格传导机制和汇率传导机制。在货币政策的信贷传导渠道不大顺畅的情况下，有必要把工作重点转向货币政策的利率传导渠道。3季度例会新增两个提法：一是“坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低，引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度”；二是“完善贷款市场报价利率形成机制，推动实际运用”。不论是“市场化改革办法”，还是“贷款市场报价”，均指向LPR报价形成机制。在“两轨并一轨”的情况下，1年期存贷款基准利率保持不动，LPR报价机制承当引导实际利率下行的重任。有两点值得注意：一是从“促进实际利率水平明显降低”的提法看，后期LPR报价还将继续下行，短期之内主要通过压缩加点部分压降LPR报价，当加点部分压缩到一定程度之后，央行大概率下调MLF利率；二是从“引导金融机构加大对

实体经济特别是小微、民营企业的支持力度”看，短期之内 5 年期以上 LPR 报价保持不变，下调的是 1 年期的 LPR 报价，在实现房地产调控目标的同时，支持制造业等小微、民营企业。

除了以上 5 点之外，3 季度会议与 2 季度会议的不同之处还包括：将“金融风险防控稳妥果断推进”替换为“金融风险总体可控”，以及将“综合运用多种货币政策工具”替换为“灵活运用多种货币政策工具”。

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_9877

