



证券研究报告·宏观研究报告

2019 年 9 月 26 日

首创宏观“茶”：

四季度货币政策保持定力，LPR 大概率小步慢降

——9 月 24 日易行长讲话分析

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 24 日，在建国 70 周年首场新闻发布会上，易纲行长表示，中国货币政策的取向应当是以我为主，应当保持定力，坚持稳健的取向和加强逆周期调节，坚决不搞大水漫灌。对此，我们主要分析观点如下：
- 1、货币政策“以我为主”，但也应充分考虑“海外风险”；
- 2、从长周期理解“中国的经济目前还是在合理区间”；
- 3、加强逆周期调节，但坚决不搞大水漫灌；
- 4、央行对降准的偏好大于对降息的偏好；
- 5、LPR 报价大概率小步慢降；
- 6、MLF 利率下调时点可能在 12 月。

事件：9月24日，在建国70周年首场新闻发布会上，易纲行长表示，中国货币政策的取向应当是以我为主，应当保持定力，坚持稳健的取向和加强逆周期调节，坚决不搞大水漫灌。

点评：

对于易纲行长的讲话，我们的分析如下：

1、货币政策“以我为主”，但也应充分考虑“海外风险”

易纲行长认为，“我们货币政策主要是服务国内经济，所以我们决定货币政策也主要是以我为主”。诚然，作为全球第二大经济体，我国的货币政策应该具有独立性与自主性，但是在全球经济一体化的背景下，我国货币政策也应该考虑海外因素。我们认为，易纲行长谈到货币政策“以我为主”，并不意味着丝毫不考虑海外风险与全球经济走势：首先，“以我为主”隐含的意思是“以海外为辅”，况且在特定的情况下，主要矛盾与次要矛盾完全是有可能转换的；其次，易纲行长在对货币政策走向做出判断之前，谈到该判断在“综合分析中国国内的形势和国际背景”的基础上做出的，这就意味着“国际背景”等海外因素也在易纲行长的考虑范围之内；再次，即使是美联储这样的央行，在进行利率决议时，也要充分考虑“海外风险”的负面影响，甚至曾经因为海外风险的加大而暂停加息。从宏观经济实际运行看，在全球经济一体化的背景下，海外经济从净出口、汇率、金融资产价格以及大宗商品价格等多种渠道对国内经济产生影响，如8月工业增加值当月同比仅录得4.40%，就与出口交货值当月同比时隔31个月进入负值区间有直接关联。因此，货币政策在“以我为主”的同时，也应充分考虑“海外风险”。

2、从长周期理解“中国的经济目前还是在合理区间”

易纲行长称，“但是我们的总体判断是中国目前的经济还是运行在合理的区间”。在2季度GDP增速仅录得6.2%，创万得资讯1992年有记录以来新低，且8月工业增加值当月同比录得1991年以来除春节月份的最低值，3季度GDP增速大概率跌破前低的情况下，应该说易纲行长这一判断超出市场预期。我们的理解是，易纲行长是基于长期视角做出这一判断的。根据日韩两国的经验，在经历高速增长之后，GDP增速通常会下台阶，在此过程中会打两次“对折”。在打第一次“对折”之后，GDP增速会在新平台稳定几年，然后第二次打“对折”。目前我国GDP增速在6.0%-6.5%的区间，处于“新常态”之中，就是第一次打“对折”的结果。因此，虽然短期经济下行压力有所加大，但是如果站在长期增长的角度，我们可以理解易纲行长认为“中国的经济目前还是在合理区间”这一判断。实际上，易纲行长在讲话中多次透露从长周期视角来看问题的观点，正如其所说的，“我有这样一个判断，就是向前看，再过几年，如果哪个国家，特别是哪个主要经济体还保持正常的货币政策，那么这样的经济体应当是全球经济的亮点，也应该是市场所羡慕的地方”。

3、加强逆周期调节，但坚决不搞大水漫灌

易纲行长称，“中国的货币政策，应当保持定力，坚持稳健的取向和加强逆周期调节，坚决不搞大水漫灌”，这是易纲行长对未来我国货币政策走势的判断。这一判断“综合分析中国国内的形势和国际背景”，是建立在“中国的经济目前还是在合理区间，物价方面也处于一个比较温和的区间”的基础之上。如以上所分析，这一判断是一个中长期的判断。但是

在短期，宏观经济形势较为严峻，中美贸易谈判具有较强的不确定性，因此，第七次金稳委提出“加大宏观经济政策的逆周期调节力度，下大力气疏通货币政策传导”，9月4日国常会提出“把做好“六稳”工作放在更加突出位置，围绕办好自己的事，用好逆周期调节政策工具”。预计“加强逆周期调节”是货币政策的选项之一，但是“坚决不搞大水漫灌”否定了大幅放水的可能性。值得在注意的是，全面放松的概率越低，结构性放松的概率相应地就越高，毕竟宏观经济压力不减反增，需要货币政策的“对症下药”式的结构性宽松。因此预计结构性宽松是未来货币政策的主旋律，包括下调1年期LPR报价，以及定向降准等。

4、央行对降准的偏好大于对降息的偏好

易纲行长称，“以货币政策为例，我们目前的利率水平应当是一个适度的利率水平，法定存款准备金率的水平应当说也是为今后的宏观政策调整留有充足的空间”。从这句话里，可以看出，易纲行长对降准的偏好要大于对降息的偏好。经过本次降准后，中小型、大型存款类金融机构的法定存款准备金率为11.0%、13.0%，较历史低点有5-7个百分点的空间。反观国外，1990年以来美国逐步降低法定存款准备金率，目前非交易账户存款准备金率已降至零，交易账户最低存款准备金率为零，最高为10%。欧央行在设立之初便将法定存款准备金率设定在2%。日本自上世纪七十年代逐步降低法定存款准备金率，目前最高值为1.3%，最低值为0.1%。从长期看，不论是纵向比较还是横向比较，我国的法定存款准备金具有较大的下调空间。从短期看，针对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，这就意味着12月之前再次宣布下调法定存款准备金率的概率为零，央行大概率在2020年初再次下调法定存款准备金率，如果贸易摩擦形势恶化，有可能在2019年12月宣布再次下调法定存款准备金率。考虑到小微企业面对贸易摩擦的风险承受能力更差，预计定将降准的概率大于全面降准的概率。

5、LPR 报价大概率小步慢降

易纲行长称，“加大结构调整的力度，下大力气疏通货币政策的传导机制，以改革的方式降低企业的融资成本”。这一点与LPR报价形成机制有较大关联。8月17日中国人民银行决定改革完善LPR形成机制，此次改革具有结构性宽松的性质。首先，各银行应在新发放的贷款中主要参考贷款市场报价利率定价，并在浮动利率贷款合同中采用贷款市场报价利率作为定价基准。存量贷款的利率仍按原合同约定执行。“新老划断”在降息支持实体经济的同时，又保持部分利率不变抑制房地产价格泡沫。其次，在报价行方面，在原有的10家全国性银行基础上增加城市商业银行、农村商业银行、外资银行和民营银行各2家，扩大到18家。新增加的报价行都是在同类型银行中贷款市场影响力较大、贷款定价能力较强、服务小微企业效果较好的中小银行，体现了监管部门对解决民企、小微企业融资难融资贵的支持。

继8月20日央行下调1年期LPR报价6个基点，9月20日再次下调1年期LPR报价5个基点，而保持长端LPR报价不变。至此，央行的政策思路已经较为清晰，通过结构性降息支持实体经济发展，尤其是制造业企业，而保持长端LPR报价不变，稳定房地产市场的预期，防止再次出现房地产价格泡沫。在接下来的时间里，预计1年期LPR报价延续小步慢调的态势，主要通过两种途径：一是通过降准，降低银行资金成本，进而下调加点部分；二是直接下调MLF利率。降准方面，如上所述，9月6日公布的定向降准于10月15日和11

月 15 日分两次实施到位，这意味着下一次降准的时点要晚于 11 月 15 日，最早在 12 月，不排除在明年初。在此期间，随着宏观经济下行压力的不断加大，考虑到对中小银行定向降准的时点，预计 10 月 20 日与 11 月 20 日均有可能下调 1 年期 LPR 报价，大概率各 5 个基点。

6、MLF 利率下调时点可能在 12 月

值得注意的是，LPR 报价的加点部分主要考虑商业银行经营情况、资金成本以及风险溢价，压缩空间有限，因此当加点部分压缩到一定程度之后，如果宏观经济继续面临压力，则后期有直接下调 MLF 利率的必要性，而目前 MLF 利率为 3.30%，较前期低点有 30 个基点的下调空间。当下市场关注的焦点是，何时下调 MLF 利率？11 月 5 日、12 月 6 日、12 月 14 日、4 月 17 日均有 MLF 到期，在续作时存在下调 MLF 利率的可能。我们推测下一次下调 MLF 利率大概率在 12 月 14 日，判断依据有以下几点：一是美联储年内降息的可能时点是 10 月 31 日与 12 月 12 日，12 月的可能性更大；二是定向降准于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，意味着中小银行的加点部分还有压缩空间，12 月下调 MLF 利率可以与定向降准无缝衔接，接力下调 LPR 报价；三是在 12 月 14 日有 2860 亿元 MLF 到期，届时可能下调 MLF 利率。这里存在的一个制约因素是，12 月 10 日左右公布 CPI 数据，可能会在“3”左右，这是 12 月下调 MLF 利率这一判断所面临的现实挑战。

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_9927

