

## 疏通货币政策传导机制，结构性增加信贷投放

### ——央行二季度货币政策执行报告点评



- ❖ 进入下半年以来，随着国际和国内政治经济形势的变化，中国的货币、财政及金融监管政策等均出现了比较明显的微调迹象。中国人民银行于8月10日发布二季度货币政策执行报告，对此前7月23日国常会、7月31日中央政治局会议以及金融稳定发展委员会第二次会议的内容作了概括和细化，进一步明确了保持货币政策稳健中性，维护流动性合理充裕、保持适度的社会融资规模、疏通货币政策传导机制等下一步货币政策的工作内容。
- ❖ 维护流动性“合理充裕”、保持适度社融规模。由于金融体系去杠杆、资产新规实施、表外融资收缩等影响，上半年末社会融资规模存量为183.27万亿元，同比增长9.8%；上半年累计增量9.1万亿元，比上年同期少增2.03万亿元。其中，对实体发放的人民币贷款同比多增5548亿元，而委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票收缩明显，合计同比少增3.7万亿元。下半年，我们预计央行将从表内、表外、股债融资等多方面支撑，“保持适度的社会融资规模”。银保监会8月11日透露的数据表明，7月份信贷和社融数据将略超预期，其中新增人民币贷款1.45万亿，同比多增6237亿元，表外融资变化也趋于平缓。
- ❖ 重中之重：疏通货币政策传导机制，从“宽货币”到结构性“宽信用”。当前银行体系流动性较为充裕，Shibor总体呈下行态势。8月10日，7天Shibor跌至2.43%，与公开市场逆回购操作利率2.55%倒挂；3个月和1年期Shibor分别跌至2.80%和3.24%。当前的核心矛盾仍在于流动性难以向实体传导。日前召开的金融稳定发展委员会第二次会议，也将疏通货币政策传导机制、增强服务实体经济的能力作为主要议题。在当前金融机构风险偏好低、合规意识增强的背景下，亟待中央和监管层从体制机制上优化激励机制和考核机制，结合财政税收优惠政策，切实增强金融机构服务实体特别是小微企业的内生动力。
- ❖ 各项举措深化小微企业金融服务。包括，（1）4月和7月两次降准，分别释放4000亿元和2000亿元增量资金主要用于小微企业融资；（2）6月末央行、银保监会等五部委联合出台《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》，增加支小支农再贷款和再贴现额度，下调支小再贷款利率0.5个百分点；（3）国家融资担保基金发起设立提速。7月23日国常会提出“加快国家融资担保基金出资到位”，该基金首期注册资本661亿元，由财政部联合20家金融机构共同组织发起设立，以支持融资担保公司，调动金融机构小微展业积极性；该基金支持的融资担保公司，支持小微企业融资的担保金额占比不低于80%。（4）银保监会8月11日发文表示将优化小微金融服务监管考核办法，落实无还本续贷、尽职免责等监管政策，提高小微企业贷款不良容忍度。
- ❖ MPA考核要求边际放松，发挥贷款导向作用。二季度两次降准后，为配合部分金融机构置换MLF和资产新规的实施，央行适当调整了MPA结构性参数等指标和参数设置，引导金融机构将降准所释放的资金用于小微企业贷款、支持“债转股”以及支持符合条件的表外资产回表。一季度货币政策执行报告中，提及“拟于2019年第一季度将资产规模5000亿元以下金融机构发行的同业存单纳入MPA考核”，而二季度报告中删除了该表述，强调未来在发挥MPA逆周期调节作用的同时，适当发挥其导向性作用，引导金融机构加大对小微企业等实体经济的支持力度。
- ❖ 人民币：不会用汇率作为应对贸易摩擦的工具，必要时将进行逆周期调节。人民币汇率弹性增强，二季度以来的部分时点，外汇市场出现顺周期波动，为稳定市场预期，人民银行采取了舆论引导以及上调远期结售汇业务外汇风险准备金率由0至20%等举措，稳汇率预期的政策含义明确。当前美元仍比

丁文捷 博士

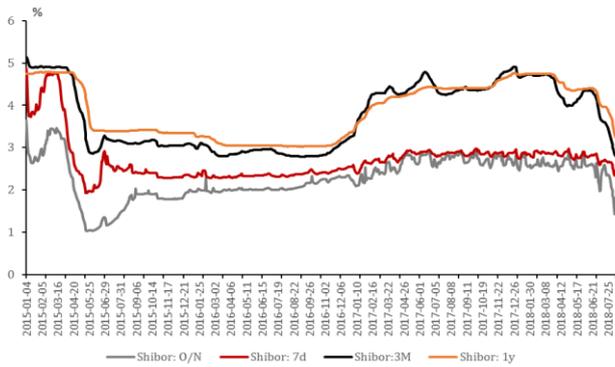
电话：(852) 3900 0856

邮件：[dingwenjie@cmbi.com.hk](mailto:dingwenjie@cmbi.com.hk)

较强势，未来根据形势发展，若外汇市场情绪再出现明显的顺周期波动，央行可能在必要时进行逆周期调节，如重启人民币中间价形成机制中的逆周期因子（该因子曾于2017年5月被引入，以防范外汇市场“追涨杀跌”和“羊群效应”，并于今年1月恢复为中性）。

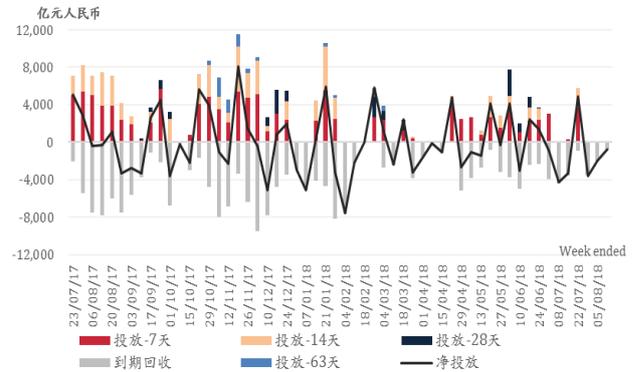
- ◆ **更多篇幅提及金融业和资本市场有序“扩大对外开放”。**下一步内容包括：（1）继续稳步有序推动债券市场双向开放，支持境外机构在境内市场发行债券及境内机构赴境外发行债券融资，同时推动境外机构投资境内债券市场；（2）按照准入前国民待遇和负面清单原则，与汇率形成机制改革和资本项目可兑换程度相配合，在重视防范金融风险的基础上，大幅度放开金融业对外开放，提升国际竞争力。拓宽中外金融市场合作领域，建立健全公开透明、操作便利、风险可控的合格境外投资者制度。

图 1: Shibor 走势全面下行



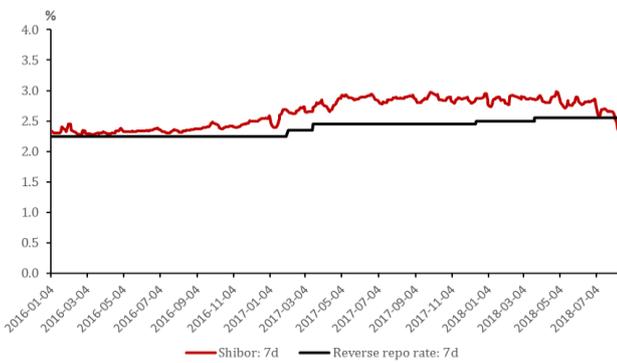
资料来源: Wind、招银国际研究

图 2: 公开市场逆回购操作暂停



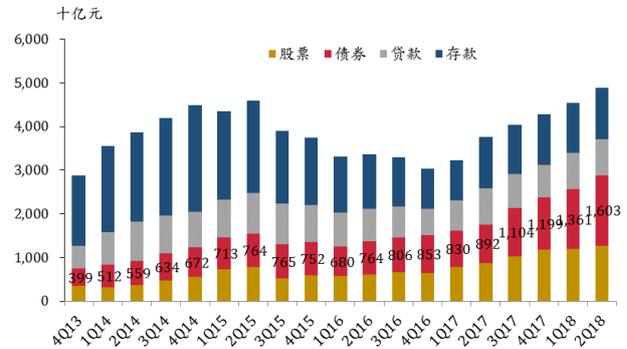
资料来源: 中国人民银行、Wind、招银国际研究

图 3: 资金利率与逆回购操作利率倒挂



资料来源: Wind、招银国际研究

图 4: 境外机构持有人民币债券规模上半年增加逾 4000 亿元



资料来源: Wind、招银国际研究

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。