

疏通貨幣政策傳導機制，結構性增加信貸投放

——央行二季度貨幣政策執行報告點評



- ❖ 進入下半年以來，隨著國際和國內政治經濟形勢的變化，中國的貨幣、財政及金融監管政策等均出現了比較明顯的微調迹象。中國人民銀行于8月10日發布二季度貨幣政策執行報告，對此前7月23日國常會、7月31日中央政治局會議以及金融穩定發展委員會第二次會議的內容作了概括和細化，進一步明確了**保持貨幣政策穩健中性，維護流動性合理充裕、保持適度的社會融資規模、疏通貨幣政策傳導機制**等下一步貨幣政策的工作內容。
- ❖ **維護流動性“合理充裕”、保持適度社融規模。**由于金融體系去杠杆、資產新規實施、表外融資收縮等影響，上半年末社會融資規模存量為183.27萬億元，同比增長9.8%；上半年累計增量9.1萬億元，比上年同期少增2.03萬億。其中，對實體發放的人民幣貸款同比多增5548億元，而委托貸款、信托貸款和未貼現銀行承兌匯票收縮明顯，合計同比少增3.7萬億元。下半年，我們預計央行將從表內、表外、股債融資等多方面支撐，“保持適度的社會融資規模”。銀保監會8月11日透露的數據表明，7月份信貸和社融數據將略超預期，其中新增人民幣貸款1.45萬億，同比多增6237億元，表外融資變化也趨于平緩。
- ❖ **重中之重：疏通貨幣政策傳導機制，從“寬貨幣”到結構性“寬信用”。**當前銀行體系流動性較為充裕，Shibor總體呈下行態勢。8月10日，7天Shibor跌至2.43%，與公開市場逆回購操作利率2.55%倒掛；3個月和1年期Shibor分別跌至2.80%和3.24%。當前的核心矛盾仍在于流動性難以向實體傳導。日前召開的金融穩定發展委員會第二次會議，也將疏通貨幣政策傳導機制、增強服務實體經濟的能力作為主要議題。在當前金融機構風險偏好低、合規意識增強的背景下，亟待中央和監管層從體制機制上優化激勵機制和考核機制，結合財政稅收優惠政策，切實增強金融機構服務實體特別是小微企業的內生動力。
- ❖ **各項舉措深化小微企業金融服務。**包括，（1）4月和7月兩次降准，分別釋放4000億元和2000億元增量資金主要用于小微企業融資；（2）6月末央行、銀保監會等五部委聯合出臺《關於進一步深化小微企業金融服務的意見》，增加支小支農再貸款和再貼現額度，下調支小再貸款利率0.5個百分點；（3）國家融資擔保基金發起設立提速。7月23日國常會提出“加快國家融資擔保基金出資到位”，該基金首期注冊資本661億元，由財政部聯合20家金融機構共同組織發起設立，以支持融資擔保公司，調動金融機構小微展業積極性；該基金支持的融資擔保公司，支持小微企業融資的擔保金額占比不低于80%。（4）銀保監會8月11日發文表示將優化小微金融服務監管考核辦法，落實無還本續貸、盡職免責等監管政策，提高小微企業貸款不良容忍度。
- ❖ **MPA考核要求邊際放鬆，發揮貸款導向作用。**二季度兩次降准後，為配合部分金融機構置換MLF和資產新規的實施，央行適當調整了MPA結構性參數等指標和參數設置，引導金融機構將降准所釋放的資金用于小微企業貸款、支持“債轉股”以及支持符合條件的表外資產回表。一季度貨幣政策執行報告中，提及“擬于2019年第一季度將資產規模5000億元以下金融機構發行的同業存單納入MPA考核”，而二季度報告中刪除了該表述，強調未來在發揮MPA逆周期調節作用的同時，適當發揮其導向性作用，引導金融機構加大對小微企業等實體經濟的支持力度。
- ❖ **人民幣：不會用匯率作為應對貿易摩擦的工具，必要時將進行逆周期調節。**人民幣匯率彈性增強，二季度以來的部分時點，外匯市場出現順周期波動，為穩定市場預期，人民銀行採取了輿論引導以及上調遠期結售匯業務外匯風險準備金率由0至20%等舉措，穩匯率預期的政策含義明確。當前美元仍比

丁文捷 博士

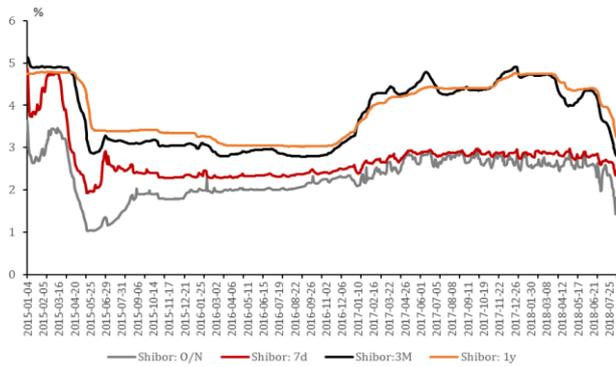
電話：(852) 3900 0856

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

較強勢，未來根據形勢發展，若外匯市場情緒再出現明顯的順周期波動，央行可能在必要時進行逆周期調節，如重啓人民幣中間價形成機制中的逆周期因子（該因子曾于2017年5月被引入，以防範外匯市場“追漲殺跌”和“羊群效應”，并于今年1月恢復為中性）。

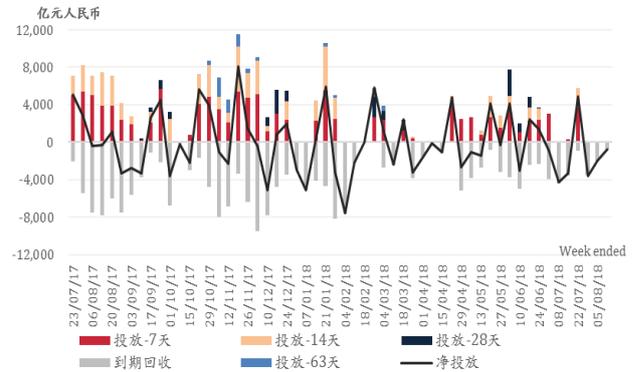
- ◆ 更多篇幅提及金融業和資本市場有序“擴大對外開放”。下一步內容包括：（1）繼續穩步有序推動債券市場雙向開放，支持境外機構在境內市場發行債券及境內機構赴境外發行債券融資，同時推動境外機構投資境內債券市場；（2）按照準入前國民待遇和負面清單原則，與匯率形成機制改革和資本項目可兌換程度相配合，在重視防範金融風險的基礎上，大幅度放開金融業對外開放，提升國際競爭力。拓寬中外金融市場合作領域，建立健全公開透明、操作便利、風險可控的合格境外投資者制度。

圖 1: Shibor 走勢全面下行



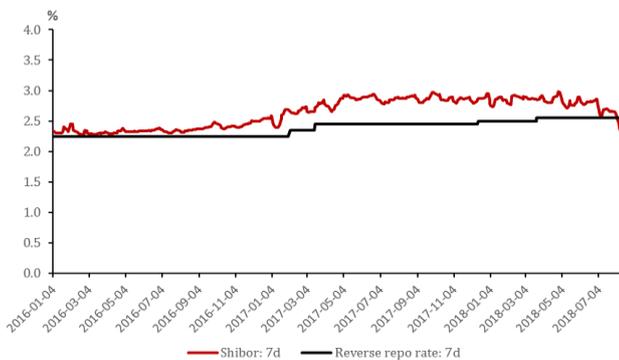
資料來源: Wind、招銀國際研究

圖 2: 公開市場逆回購操作暫停



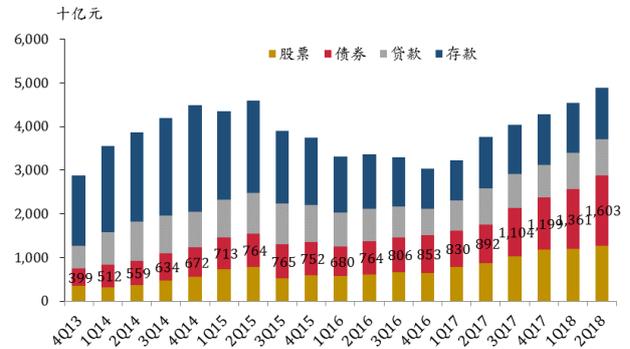
資料來源: 中國人民銀行、Wind、招銀國際研究

圖 3: 資金利率與逆回購操作利率倒掛



資料來源: Wind、招銀國際研究

圖 4: 境外機構持有人民幣債券規模上半年增加逾 4000 億元



資料來源: Wind、招銀國際研究

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。