

# 货币政策遵循“两加强、三结合”，逆周期调节鼓励信贷

## ——流动性周报第29期

行业周报

### ◆核心观点:

#### 1. 货币政策的“两加强、三结合”——三季度货币政策执行报告点评

一是未来货币政策将遵循“两加强、三结合”调控思路。即“强化逆周期调节，加强结构调整，将改革和调控、短期和长期、内部均衡和外部均衡结合起来，推动形成有效的最终需求和新的增长点。”二是局部性社会信用收缩压力已现，需要通过政策驱动引导金融机构加大信贷投放。央行将通过逆周期调节进一步加大政策驱动力度，利用MPA考核等手段，引导金融机构加大信贷投放，特别是加大对国家重点支持和实体经济薄弱环节的信贷支持。三是LPR改革有望迎来新突破，存量贷款基准利率转换正在推进。在企业经营压力加大与前三季度商业银行高增的矛盾下，监管层或将出台相关政策引导商业银行适度让利实体企业，而逐步实现存量贷款基准利率的转换，将起到实质性改善实体经济融资成本的效果。

#### 2. 央行超预期新增2000亿MLF，非银流动性趋紧或是直接原因

15日，央行在没有MLF到期的情况下再度新增2000亿MLF，中标利率保持3.25%不变。我们认为：一是税期影响相对有限，央行通过MLF投放稳定市场预期；二是非银流动性趋紧是本次新增MLF投放的直接原因；三是央行主动投放MLF，旨在提升对非银体系的资金传导效率。

#### 3. 资金面按边际趋紧，存单价格进一步上行

本周受“双11”及税期来临等因素影响，银行间市场资金面有所趋紧。一是央行新增2000亿MLF投放；二是资金利率趋于上行。Shibor1D、7D、14D较上周分别上行79bp、17bp和31bp至2.69%、2.74%和2.74%；三是国股存单1个月、3个月、6个月、9个月和1年期存单较上周分别上行2bp、6bp、11bp、-3bp和2bp至2.72%、3.16%、3.19%、3.05%和3.23%。

#### 4. 局部信用收缩压力显现，“强基建”有望成为信贷领域发力点

8月以来，基建领域信贷增长趋于改善，建筑业、交通运输、水利、热力及燃气供应等领域信贷投放明显发力。但从目前情况来看，信贷投放仍存在一些隐忧。一是实体经济融资需求出现较快收缩；二是零售贷款受调控影响景气度出现下滑；三是非银贷款出现大幅缩量；四是中小银行对公信贷投放能力较弱。

目前，实体经济有效需求不足矛盾较为突出，内生性信贷投放受到明显抑制，信贷投放冷热不均问题依然存在，基建领域亟待进一步发力。我们预计“强基建”将是下一阶段稳增长、扩内需的重点举措。

#### 5. 风险提示：中美经贸谈判出现反复，政策刺激作用低于市场预期。

## 买入（维持）

### 分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）

010-56513033

[wangyf@ebcn.com](mailto:wangyf@ebcn.com)

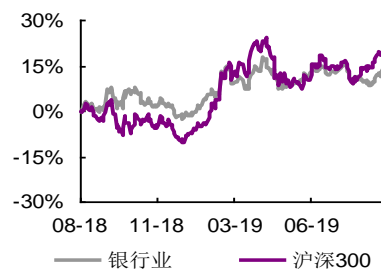
### 联系人

董文欣

010-56513030

[dongwx@ebcn.com](mailto:dongwx@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

MLF利率下调后，货币政策怎么走——流动性周报第28期

.....2019-11-11

货币政策预期出现分化，且看11月5日MLF到期如何操作——流动性周报第27期

.....2019-11-4

5日MLF到期操作值得期待，三种操作模式如何权衡？——流动性周报第26期

.....2019-10-28

## 目录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 货币政策的“两加强、三结合”——点评《三季度货币政策执行报告》 .....	3
1.2、 央行超预期新增 2000 亿 MLF，非银流动性趋紧或是直接原因.....	6
1.3、 资金面按边际趋紧，存单价格进一步上行.....	8
2、 局部信用收缩压力显现，“强基建”有望成为信贷领域发力点.....	9
3、 风险提示.....	10

## 1、货币政策操作及流动性运行

### 1.1、货币政策的“两加强、三结合”——点评《三季度货币政策执行报告》

本周，央行发布了《2019年三季度货币政策执行报告》（以下简称《报告》），其中有以下几个方面值得关注：

#### 1.1.1、货币政策遵循“两加强、三结合”调控思路

《报告》在对未来宏观经济形势进行展望时首次提出了“两加强、三结合”的调控思路，即“强化逆周期调节，加强结构调整，将改革和调控、短期和长期、内部均衡和外部均衡结合起来，推动形成有效的最终需求和新的增长点。”我们对此理解为：

“两加强”主要是货币政策应对当前经济周期性下行压力，以及我国经济增长在新旧动能转换过程中面临的体制性和结构性矛盾。

从国际形势看，全球经济增长动能开始放缓，货币政策转向宽松，中美经贸关系摩擦反复，地缘政治风险依然较大，国际形势面临着较大的不确定性。从国内形势来看，我国经济增长面临着新旧动能的转换，中央已明确提出不将房地产作为短期刺激经济的手段，但实体经济有效需求不足的矛盾较为突出，市场风险偏好较低，汽车、制造业、基建等领域的投资需求难以持续保持较高强度，而新的经济增长动能总体量级依然偏低，尚未形成有效支撑。

在这种情况下，稳增长、促就业已成为央行货币政策的首要目标。一方面，针对周期性问题加大逆周期调节力度，降准、降息等货币政策工具仍有调整空间，以保持经济增长运行在合理区间内。这一点，在三季度货币政策执行报告中已有体现，与二季度相比，三季度已将相关表述由“适时适度加强逆周期调节”调整为“加大逆周期调节”，反映出当前稳增长压力的加剧。我们理解下一阶段“加大逆周期调节”的主要办法可能是通过调节MPA机制中经济热力系数，从而鼓励信贷投放，通过信用支撑来稳定投资增长，进而起到“稳增长”效果。

另一方面，结构调整主要是为了应对我国经济长期存在结构性和体制性矛盾，例如金融机构经营偏好将资源配置到国有企业和房地产领域，对于实体经济特别是小微和民营企业的支持力度较为有限，货币政策传导渠道面临较大的阻滞。因此，央行在加大逆周期调节的同时，将在结构调整上下更大的功夫，以实现实体经济“精准滴灌”。这就包括：构建完善“三档两优”的法定存款准备金制度，扩大普惠金融定向降准覆盖面，继续发挥好再贷款、再贴现、TMLF等工具的定向作用；进一步疏通货币政策传导机制，通过改革的办法来降低实体经济融资成本。我们预计，未来定向降准仍是可选项，而全面降准主要应对影子银行塌陷所形成的流动性不足。定向降准工具除支持小微企业信贷外，还可以被用于重点基建领域、先进制造业领域的信贷投放。再贷款工具也可能被赋予更多内涵，PSL、流动性再贷款、金融稳定再贷款有助于维持区域金融稳定，防范区域性金融风险，化解中小银行流动性问题。

“三结合”主要是为了确保货币政策效果得以有效、持续的体现，为宏观调控留足安全垫。

一是改革与调控相结合。在当前形势下，央行对于货币政策的调整，并

非一味的采取宽松政策，而是通过改革促进调控，疏通货币政策传导渠道，提升货币政策调控效力。这就包括打破贷款利率9折隐性下限、消除商业行向大型企业贷款的超额利润、加强对高成本结构性存款、大额存单的规范化管理以及抑制非理性存款竞争，以及以永续债为突破口助力商业银行特别是中小银行多渠道补充资本，缓解制约信贷投放的相关因素。

**二是短期与长期相结合。**目前，全球经济正处于周期性下行阶段，主要发达经济体已纷纷进入降息通道，欧元区负利率程度进一步加深，各种非常规货币政策重现。在此情况下，我国应珍惜正常的货币政策空间，避免在短期内过度使用货币政策导致后续操作空间显著收窄，确保货币政策能够在经济长周期运行中持续发挥逆周期调节的作用。再比如：房地产融资过去以来一直具有高收益、低风险的特征，金融机构在市场化选择下投放意愿充足，但房地产占有过多资源会挤占其他领域信贷资金可得性，还会形成资产泡沫压力和增加金融体系脆弱性，中央将房地产不作为短期经济刺激手段表达了长期发展与短期增长的平衡。未来，我们仍预计银行表内房地产贷款将维持“稳中从紧”，房地产融资增量占比仍将受到控制。

**三是内部与外部均衡相结合。**当前稳增长、促就业在货币政策目标中的权重不断提升，但随着逆周期调节力度的加大，一定程度上会对外汇市场施加压力，货币政策在以内部均衡为主的同时，也要适度兼顾外部均衡。从目前情况看，随着中美经贸谈判取得阶段性进展以及美联储的持续降息，中美利差进一步扩大，人民币汇率预期较为稳定。自去年年底开始，人民币兑美元汇率中间价、在岸汇率与离岸汇率之间的价差显著收窄，人民币汇率呈现“三价合一”的特点，反映出社会预期较为平稳，市场对人民币汇率双向波动的接受程度进一步提升，也在一定程度上缓解了“不可能三角”的制约，增强了货币政策的自主性。未来，人民币汇率将保持一定的弹性和灵活性。汇率波动区间与范围，受制于市场预期、跨境资本流动和国际宏观政策协调性变化。

### 1.1.2、局部性社会信用收缩压力已现，需要通过政策驱动引导金融机构加大信贷投放

《报告》指出“从供需两端夯实疏通货币政策传导的微观基础，缓解局部性社会信用收缩压力”，而二季度货币政策执行报告中的提法为“从供需两端夯实疏通货币政策传导的微观基础，保持货币信贷和社会融资规模的合理增长”。我们曾在前期报告中提出融资结构冷热不均的问题，在一定程度上造成了有效需求不足。表现为三个方面：

**一是大型金融机构和中小机构的投向矛盾。**今年以来，大型金融机构投放稳定，对公中长期贷款投放相对积极，大型银行因客户结构因素，在基建“补短板”方面发挥了积极作用，而中小型金融机构对公信贷面临不同程度的“资产荒”，造成信贷“月初回落、月末冲高”，低风险偏好推动持续向零售端转型。目前中小银行对公领域有效需求不足压力仍然偏大。

**二是房地产、基建与传统制造业的行业投向矛盾。**前三季度以按揭为代表的房地产业贷款依然维持了较高增速，9月末全国主要金融机构房地产贷款增速15.6%，仍显著快于一般贷款增速；但制造业贷款增长较为低迷，除信息技术等个别领域维持高增长外，经济旧动能信贷需求仍然不足；基建领域信贷则更多集中于中央大型项目，地方主体承贷意愿和承贷能力亟待启动。一些私人部门出现了主动控杠杆和降杠杆的行为。

三是区域信贷的不均衡问题比较突出。东北、华北、西北、西南地区信用风险事件偏多，传统行业偏多，信用风险区域问题和行业问题出现双集中，而长三角、珠三角地区经济活力相对较好。一些地区有出现“经济—金融”陷入收缩循环的苗头。

《报告》提及的“局部性社会信用收缩压力”，反映出对于当前金融机构信贷投放节奏放缓的担忧。需要注意的是，在实体经济有效需求不足的情况下，10月新增人民币贷款超预期走低，企业短期贷款+票据融资的大幅萎缩，主要是城商农商及其他中小金融机构信贷投放能力较弱，主动需求下滑速度偏快。在此情况下，央行将通过逆周期调节进一步加大政策驱动力度，利用MPA考核等手段，引导金融机构加大信贷投放，特别是加大对国家重点支持和实体经济薄弱领域的信贷支持。受此影响，尽管10月信贷投放明显放缓，但后续信贷投放节奏有望回暖，我们依然维持今年四季度信贷增长超过去年同期的判断不变。

### 1.1.3、LPR 改革有望迎来新突破，存量贷款基准利率转换正在推进

《报告》中央行通过专栏形式系统阐释了LPR改革的概貌，并在该专栏以及报告下一阶段主要政策思路中，明确了LPR改革下一阶段的任务重点，即“继续做好LPR报价和运用工作，引导和督促金融机构合理定价，进一步打破贷款利率隐性下限，疏通市场利率向贷款利率的传导渠道，并抓紧研究出台存量贷款利率基准转换方案。同时，维护好存款市场竞争秩序，保持银行负债端成本基本稳定。”

我们曾在《一文读懂LPR全部故事——LPR改革22问》报告中，从多个角度对LPR的理论内涵、形成机制及影响进行了深入分析。LPR推出的核心目标，在于疏通货币政策传导机制，通过市场化的方式推动贷款利率向市场利率靠拢，进而起到降低实体经济融资成本的效果。在目前的制度安排下，引导LPR和贷款实际利率下行主要有两种方式：

一是下调MLF利率。由于LPR报价与MLF利率挂钩，理论上央行可以通过下调MLF利率引导LPR下行。然而，在不改变资金成本、风险成本、期限溢价等因素的基础上，只是将挂钩利率由贷款基准利率调整为MLF利率，并不改变市场竞争关系，不改变资金供求关系，在此情况下，MLF利率的下调并不能带来LPR的等幅度下降。

二是压缩LPR与MLF点差。LPR报价主要是遵循以下模型， $LPR = \text{资金成本（含MLF成本）} + \text{风险成本} + \text{资本占用成本} + \text{操作成本}$ ，央行同样可以通过加强逆周期调节或规范高成本结构性存款运行及抑制存款非理性竞争等方式降低银行负债成本，进而压缩点差并起到引导LPR报价下行的效果。

需要强调的是，由于LPR的使用采取“新老划断”，上述方法的作用对象仅仅只是新增信贷，并未作用于存量贷款。截至2019年10月末，金融机构信贷规模近150万亿元，新增贷款投放14.28万亿元，占全部存量比重仅9%，预计全年新增贷款占存量比重保持在10%左右，新发生贷款占比略高。但根据目前LPR报价，经过三个月运行后，1年期和5年期LPR分别较贷款基准利率下调15bp和5bp，利差幅度较小。即使进行动态推演，后续LPR出现进一步下移，更多“新老划断”存量业务滚动到期重定价之后，若金融机构负债成本和风险偏好并未得到显著改善，预计LPR下行对于实体经济融资成本的改善效果相对有限。观测数据显示：截止9月末，贷款加权平

均利率为 5.62%，比 6 月下降 0.04 个百分点，同比下降 0.3 个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为 5.96%，比 6 月上升 0.02 个百分点，同比下降 0.23 个百分点，反映出在央行加大逆周期调节的政策引导下，实体经济融资成本改善幅度成果依然较为有限。

因此，在企业经营压力加大与商业银行盈利能力较强的矛盾下，**未来 LPR 下降将呈现“走小步，不停步”的特征，明年 1 季度定价效应可能会有集中反映。**对于存量贷款基准利率切换而言，难度相对较大。零售端，受制于《合同法》约束，存量合同多数没有例外条款，可能没有充足理由重新议定价格，只能通过市场机制推动合同重签，但是市场机制发挥作用需要新订价格明显低于旧价格，目前看要求按揭不低于 LPR 的定价要求还是偏高，因此我们认为**按揭贷款存量合同切换将较为缓慢。**另一方面，对公贷款切换可能相对更有吸引力，因为对公原有对公中长期贷款主要集中于偏大型企业资本开支，这类企业议价能力较强，LPR 改革后对这类企业的实际利率水平也较低，已经有相当部分开始打破隐性 9 折下限而进行信贷投放，因此**预计对公存量合同切换利好大型优质企业，有助于其财务成本节约。**

#### 1.1.4、中小银行金融风险坚持精准拆弹、在线修复

《报告》阐述了对于包商银行等问题金融机构的处置思路，目前看，对于问题金融机构的处置，第一抓手还是自救，在地方发挥主体责任下，通过改善公司治理和健全风控体系实现“止血”，通过老股东吸收损失和引进战略投资者等手段实现“输血”，通过恢复可持续经营能力实现“造血”。未来，随着金融供给侧改革的持续推进，尾部金融机构并购重组将增加，实现有序退出，问题资产剥离将大大强化 AMC 的作用。中小金融机构将更加回归本源、专注主业，其同业业务面临持续收缩，表内同业投资与表外“非标”压降，则可能会对实体融资形成结构性冲击。

## 1.2、央行超预期新增 2000 亿 MLF，非银流动性趋紧或是直接原因

继 11 月 5 日，央行续作 4000 亿 MLF 并下调 MLF 利率 5bp 后，11 月 15 日，央行在没有 MLF 到期的情况下再度新增 2000 亿 MLF，中标利率保持 3.25% 不变，令市场大为意外。对于此次操作，我们认为：

### 1.2.1、税期影响相对有限，央行通过 MLF 投放稳定市场预期

从当前的市场环境来看，资金面存在一定的趋紧态势。一方面，目前已进入 11 月例行缴税时点，资金面面临阶段性趋紧，但需要注意的是，11 月并非传统的缴税大月，当月财政存款一般均为负增长，对市场流动性形成利好。另一方面，受“双 11”影响，各类支付媒介成交量再创新高，在途资金的清算一定程度上会对银行间市场资金面造成一定冲击。

然而，上述因素均为短期影响因素，并不足以对银行间市场资金面造成持续收紧，且此次央行在没有 MLF 到期的情况下，通过新增 MLF 方式对冲缴税期，而非传统意义上的 OMO 操作。我们认为，在目前市场对未来资金面预期普遍偏紧的情况下，通过中长期资金投放，有助于稳定市场预期。

### 1.2.2、非银流动性趋紧或是新增 MLF 投放的直接原因

我们认为，近期尽管市场流动性总量仍趋于合理稳定，但结构冷热不均现象已开始显现，非银机构流动性已现趋紧迹象，主要为以下几个方面：

**一是 R001 波动幅度明显加大，资金面脆弱性增加。**11 月以来，隔夜资金价格不断攀升，由 11 月 6 日的 1.83% 上行至 11 月 14 日的 2.73%，在短短的 6 个交易日上行幅度近 90bp。事实上，这一现象在最近两个月体现的较为明显，10 月 R001 在上旬一度降至 1.92%，但在数个交易日内迅速上行至 2.87% 的水平。而观察下半年以来的 R001 运行特点，除 6 月末和 7 月初包商银行事件发生后市场流动性分层加剧，导致资金过度淤积于银行间市场，R001 一度跌破 1% 的水平，8-9 月份 R001 并未出现如此大幅度波动。这表明，当前尽管市场流动性总量较为稳定，但流动性分层问题依然突出，银行间市场资金面的脆弱性在市场趋紧预期下开始增加，导致资金利率出现大幅波动。

**二是存单价格显著攀升。**10 月份以来，市场存单价格同样出现明显攀升，其中 1 年期国股存单价格由 3% 上行至 3.22%，1 年期城商行存单由 3.5% 上行至 3.78%。作为银行间存单市场的主力成交品种，1 年期存单价格的上行一定程度上反映出当前市场对未来资金面边际趋紧的预期。

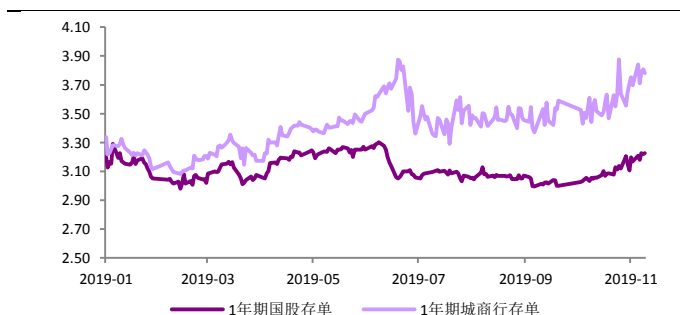
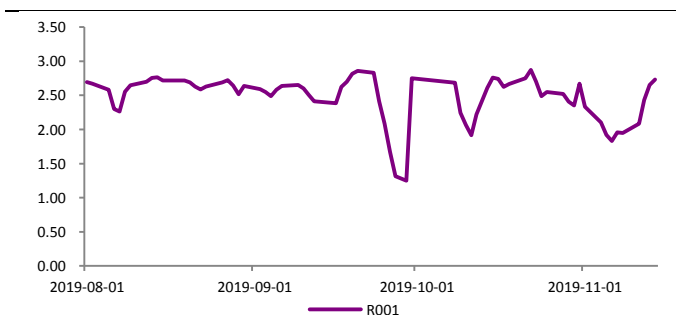
**三是 R007-DR007 利差逐步扩大。**下半年以来，R007 与 DR007 利差呈现逐步扩大态势，由 5 月的 7bp（均值）扩大至 10 月的 15bp。这表明，随着 CPI 的持续走高，在“类滞胀”经济环境下，市场对于央行货币政策进一步宽松预期显著下降，银行间市场资金面呈现边际趋紧状态，导致传统资金供给行资金业务开始转向防守模式，资金出款量趋于下降，加之年末本是非银机构流动性趋紧时点，进一步加剧了非银机构流动性紧张。

图 1：R001 运行情况

单位：%

图 2：1 年期国股和城商行存单价格

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

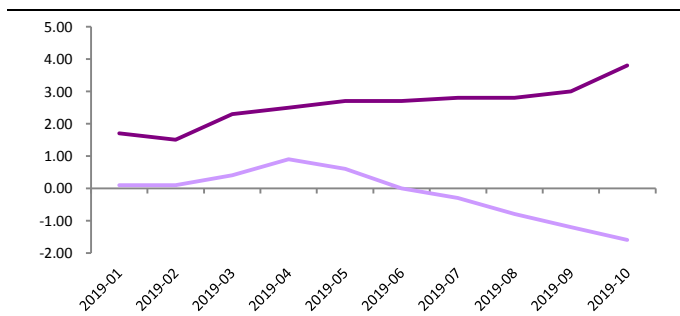
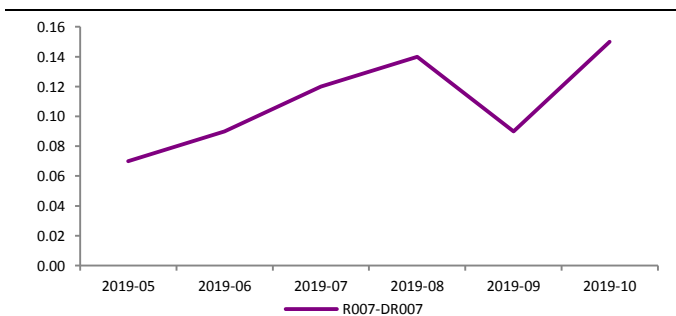
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：R007 与 DR007 利差

单位：%

图 4：CPI 和 PPI 运行情况

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

资料来源：Wind，光大证券研究所

### 1.2.3、央行主动投放 MLF，旨在提升对非银体系的资金传导效率

此次 MLF 资金投放具有临时性，一级交易商中非大型金融机构资金获得性较高。这反映出两个方面问题：一是非银机构流动性紧张程度可能超出市场预期，使得央行临时性投放 2000 亿 MLF 资金；二是操作对象主要为股份制银行，这主要与国有大行资金业务对象主要为国股或大型机构，对非银机构的资金融出规模较小，央行通过对操作对象的差异化安排，旨在提升资金传导效率。事实上，这一操作模式在包商银行事件期间同样出现过，为应对流动性分层压力和非银机构的资金趋紧，央行借道大型券商，为非银机构注入流动性资金，缓解资金紧张压力。此次 MLF 长期资金的注入，有望对四季度信贷投放提供支持，平抑中长期债券利率上行压力。

### 1.3、资金面按边际趋紧，存单价格进一步上行

本周受“双 11”及税期来临等因素影响，银行间市场资金面有所趋紧，资金利率进一步上行。

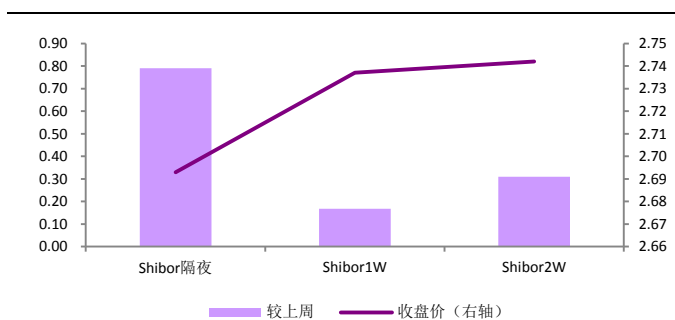
一是央行新增 2000 亿 MLF 投放。本周继续暂停 OMO 操作，但在临近税期时点新增 2000 亿 MLF 投放，中标利率保持 3.25% 不变。

二是资金利率趋于上行。Shibor1D、7D、14D 较上周分别上行 79bp、17bp 和 31bp 至 2.69%、2.74% 和 2.74%。隔夜、7 天和 14 天 D-Repo 较上周分别上行 78bp、24bp 和 31bp 至 2.67%、2.71% 和 2.76%。

三是 1 年期存单价格进一步上行。本周存单发行总规模为 4056 亿元，净发行 403 亿元，发行期限以 3 个月和 1 年期为主，发行规模分别为 1390 亿元和 1254 亿元。价格方面，本周国股存单 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期存单较上周分别上行 2bp、6bp、11bp、-3bp 和 2bp 至 2.72%、3.16%、3.19%、3.05% 和 3.23%。

图 5：Shibor 价格运行

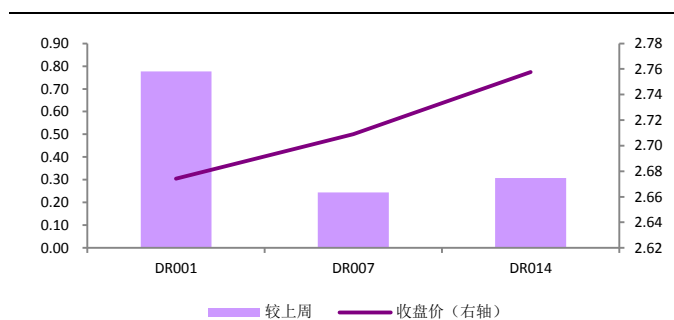
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：D-repo 价格运行

单位：%

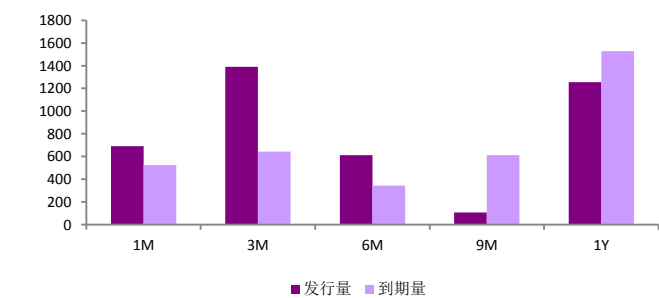


资料来源：Wind，光大证券研究所



图 7：存单发行情况

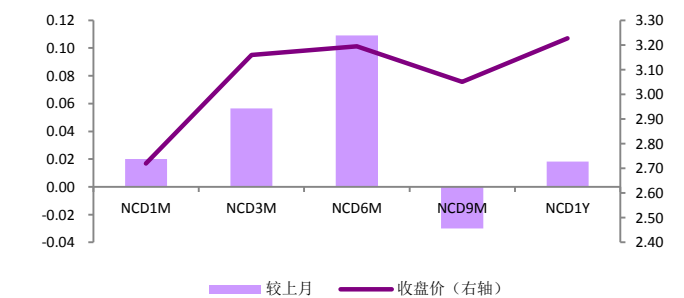
单位：亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：存单价格运行

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2、局部信用收缩压力显现，“强基建”有望成为信贷领域发力点

经过一季度大量信贷投放后，二季度金融机构信贷投放节奏明显趋缓，实体经济有效需求不足问题凸显。为此，三季度以来，监管层明显加大了对信贷投放引导力度，在政策驱动下，固定资产投资边际企稳带动企业加大资本开支类支出，投融资进行良性循环发展。我们观察到，自 8 月以来基建领域信贷增长趋于改善，其中建筑业、交通运输、水利、热力及燃气供应等领域信贷投放明显发力。但从目前情况来看，信贷投放仍存在一些隐忧。

**一是实体经济主动融资需求出现较快下滑。**通过观察 10 月经济金融数据不难发现，10 月份对公短期贷款+票据融资同比下降近 900 亿元，反映实体经济融资需求出现较快收缩；中采 PMI 录得 49.3%，较 9 月下降 0.9 个百分点，与财新 PMI 形成反差；10 月 PPI 同比降至 -1.6% 水平，反映出工业生产领域面临持续的通缩状况；三季度人民银行公布的贷款需求指数为 65.9%，较二季度下降 0.3 个百分点，为两个季度下滑。由此可见，当前实体经济内生增长动力较为疲软，导致融资需求下滑，未来信贷领域恐怕需要更多财政政策等非市场端需求力量支撑。

**二是零售贷款景气度出现下滑。**二季度以来，随着商业银行转向零售领域，零售贷款均录得较好增长，表现为住房按揭贷款增长保持了较强韧性，具有场景化特点的消费贷和信用卡贷款一如既往保持良好增长态势。但四季度以来，零售贷款增长趋于放缓，随着监管层加大了对消费贷、信用卡等资金违规流入房产的查处力度，短期零售贷款出现大幅缩量，而住房按揭贷款在广义房地产口径贷款比例约束及 LPR 下行预期下，增势同样出现放缓迹象。

**三是非银贷款出现大幅缩量。**继 10 月份对非银端融出大增，从 11 月份以来的信贷投放情况看，非银贷款出现大幅缩量，究其原因，可能与市场对未来资金面趋紧预期增强有关。本周央行新增了 2000 亿 MLF 操作，旨在鼓励股份制银行加大非银机构资金融出规模，缓解流动性分层压力。若后续对公和零售领域信贷投放仍未见明显起色，非银贷款依然可能在月末冲量。

**四是中小银行对公信贷投放能力较弱。**我们观察到，三季度以来基建领域信贷投放主要集中在政策性银行和大型商业银行，反映出市场优质信贷资源普遍集中于大型银行，中小银行在对公信贷投放上依然面临“资产荒”压力，导致对公领域信贷投放能力较弱。

从目前信贷投放面临的问题来看，实体经济有效需求不足矛盾较为突出，

内生性信贷投放受到明显抑制，信贷投放冷热不均问题依然存在，基建领域亟待进一步发力。9月初，国务院常务会议已将专项债用作资本金领域由4个扩容至10个，并于近期下调了部分基建类项目最低资本金要求。此举有助于降低基建投资所需的资本金需求，并吸纳更多的银行配套资金进入。我们预计“强基建”将是下一阶段稳增长、扩内需的重点举措，地方政府专项债将成为明年基建投资的重要资金来源，并预计明年专项债会出现较大规模扩容。

### 3、风险提示

中美经贸谈判出现反复，市场流动性预期趋紧。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：** A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不将与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼