

易纲行长《求是》文章中的关键词

——流动性周报第31期

行业周报

◆核心观点:

◆ 我们理解易纲行长《求是》文章中的关键词——“多重目标、总量适度、精准滴灌、协同发力、深化改革、促进内外均衡”。即，多重目标：我国货币政策面临多重目标约束，稳增长不能仅依靠货币政策来解决；总量适度：珍惜正常货币政策空间；精准滴灌：更加注重结构性调控，支持重点领域和薄弱环节；协同发力：维护宏观经济处于合理区间运行的同时，重在防范和化解金融风险，确保金融体系的稳定；深化改革：用改革的办法促进调控，通过疏通货币政策传导渠道；促进内外均衡：以内部均衡为主的同时，适度兼顾外部均衡目标，汇率因素对货币政策约束效应减弱。

◆ 隔夜资金价格回升明显，跨春节3个月期存单发行量持续加大。本周市场流动性保持合理充裕，央行连续暂停公开市场操作，资金利率小幅上行。一是累计实现资金净回笼3000亿元；二是资金利率小幅回升，且以隔夜为主。三是3M存单持续发力，1Y存单发行大幅回落，主要与司库负债策略的摆布有关，避免存单到期时间过度集中于2020年年末。价格方面，本周存单价格变化不大。

◆ 《中国金融稳定报告(2019)》发布，防范化解金融风险迎来收官之年。2019年《金融稳定报告》关注问题更加聚焦，防范化解金融风险为列首位。2020年防范化解金融风险将重点从以下几个方面开展：金融监管加速补短板、问题金融机构有序退出、中小银行完善公司治理等方面。在监管手段上分类施策、精准拆弹，逐步化解存量金融风险。四大行将面临TLAC约束。未来5年四大行若保持5%的年均净利润增速，RWA保持8%左右的增速，需年均补充约1000亿左右的TLAC工具。净利润增速每降一个百分点，年均TLAC工具发行需多增150-200亿元，在市场容量相对有限的情况下，将加大四大行TLAC达标压力。

◆ 11月新增人民币贷款料好于去年同期，对公贷款改善明显。主要由于：一是政策驱动效力进一步加大，基建托底效果开始显现。基建领域信贷增量占比由二季度的20-25%提升至33-35%的水平，特别是交通运输业信贷增量占比高达11%，在对公领域信贷投放中处于领先地位。二是金融机构释放资源加大信贷投放力度，资本补充压力加大，票据融资出现明显冲量迹象。11月以来，金融机构积极顺应国家政策导向，通过逆周期调节释放资本资源，积极拓展项目储备。同时，随着“稳信贷”发力，银行为实现信贷规模冲量加大了收票力度，票据融资有望大幅增长。三是宏观经济数据企稳转暖，高端制造业领域信贷投放表现较好。随着逆周期调节力度加大，11月制造业供需两端的景气度均出现改善。不过，这种改善效果更多的建立在逆周期调节政策的刺激和季节性因素的基础上，制造业下行压力依然存在。

◆ 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@ebsecn.com

联系人

董文欣
010-56513030
dongwx@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源: Wind

相关研报

存量对公贷款基准“换锚”有望先行，票据贷款或大幅冲量——流动性周报第30期
.....2019-11-25
货币政策遵循“两加强、三结合”，信贷投放有望提速——流动性周报第29期
.....2019-11-18
MLF利率下调后，货币政策怎么走——流动性周报第28期
.....2019-11-11

目录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 易纲行长《求是》文章中的关键词——“多重目标、总量适度、精准滴灌、协同发力、深化改革、促进内外均衡”	3
1.2、 隔夜资金价格回升明显，3个月期存单发行量持续加大	5
2、 央行发布《中国金融稳定报告（2019）》，防范化解金融风险迎来收官之年	6
2.1、 2018 与 2019 年金融稳定报告主要框架对比	6
2.2、 防范金融风险将迎来收官之年	7
2.3、 居民高杠杆率对消费需求形成“挤出效应”	7
2.4、 四大行将面临 TLAC 约束.....	8
3、 11 月新增人民币贷款料好于去年同期，对公贷款增量明显改善	9
3.1、 政策驱动效力进一步加大，基建托底效果开始显现.....	9
3.2、 金融机构释放资源加大信贷投放力度，票据融资出现明显冲量迹象	10
3.3、 宏观经济数据趋于改善，高端制造业领域信贷投放表现较好	10
4、 风险提示	10

1、货币政策操作及流动性运行

1.1、易纲行长《求是》文章中的关键词——“多重目标、总量适度、精准滴灌、协同发力、深化改革、促进内外均衡”

近日，《求是》杂志刊发了易纲行长的文章《坚守币值稳定目标实施稳健货币政策》。文章从历史、现状和未来三个方面深入阐述了货币政策应遵循的基本原则和管理目标，既有丰富的理论高度，又有极强的实践指导意义。我们认为，这篇文章中的关键词在于“多重目标、总量适度、精准滴灌、协同发力、深化改革、促进内外均衡”，事实上，这与我们在前期报告《货币政策的“两加强、三结合”——评〈三季度货币政策执行报告〉》中提出的“两加强、三结合”的核心逻辑内涵一致。我们对易行长这些关键词的理解体会如下：

1.1.1、多重目标：我国货币政策面临多重目标约束，稳增长不能仅依靠货币政策来解决

回顾 20 世纪大萧条以来西方主要经济体货币政策目标的演进，大致经历了以刺激经济增长、反通胀和再度刺激经济增长为目标的切换，但不同阶段时期货币政策形成的副作用较为突出，例如强刺激形成“滞胀”问题、当局忽视了金融稳定的内在影响以及降息和 QE 的政策效果边际递减等。这表明，货币政策并非经济增长的“灵丹妙药”，不能“包打天下”，稳增长不能仅依靠货币政策来解决。

根据经典的货币金融学理论，货币在短期为非中性，能够起到刺激经济增长和产出的效果，但中长期则表现为中性，过度投放货币最终表现为物价水平的上升。正如易纲行长所指，“货币政策需要关注经济增长，又不能过度刺激经济增长”，“经济增长趋势等基本面是由重要经济结构性变量决定的，如人口老龄化、技术进步等，这些因素并非取决于货币政策操作，若一味通过强刺激稳经济，反而会降低改革和调整的动力”。

作为转型中的新兴经济体，我国经济和社会发展面临着周期性、结构性和体制性的问题，这就决定了我国货币政策不能完全效仿西方发达经济体的操作模式和管理目标，例如以经济增长为代价容忍较高的通胀水平、单一的通货膨胀目标制等。特别是在当前形势下，全球经济面临周期性下行压力，国内经济长期以来形成的体制性和结构性矛盾不断加剧，仅仅依靠货币政策的短期刺激难以有效解决，货币政策在稳增长的同时，需要有效兼顾币值的对内和对外稳定（通货膨胀和人民币汇率）、金融稳定甚至资产价格波动等目标。

1.1.2、总量适度：珍惜正常货币政策空间

总量适度的核心要义在于保持货币条件与潜在产出和物价稳定的要求相匹配，实施好逆周期调节，保持流动性合理充裕，松紧适度，继续营造适宜的货币环境。在国内经济下行压力进一步加大背景下，货币政策仍需加强逆周期调节。不过，正如易纲行长所指：“未来几年，还能够继续保持正常货币政策的主要经济体，将成为全球经济的亮点和市场所羡慕的地方。我国应尽量长时间保持正常的货币政策，不搞竞争性的零利率或量化宽松政策。”因此，尽管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。但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。

我们预计：（1）年内央行仍有结构性降准空间，以对冲资金缺口及为“强基建”创造适宜的货币环境；（2）2020年，我们倾向性认为，随着结构性通胀压力的缓解，央行有一定降准空间，在影子银行不因“资管新规”过渡期结束出大问题的情况下，降准的频度和力度或弱于2018-2019年。

1.1.3、精准滴灌：更加注重结构性调控，支持重点领域和薄弱环节

精准滴灌的核心要义在于结构性调控，这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，央行需要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。

基于此，我们预计：（1）定向降准仍是可选项，主要用于引导金融机构加大对小微、重点基建以及先进制造业等领域的支持力度；（2）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。

1.1.4、协同发力：维护宏观经济处于合理区间运行的同时，重在防范和化解金融风险，确保金融体系的稳定

协同发力旨在健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，在维护宏观经济处于合理区间运行的同时，更好的防范和化解金融风险，维护金融体系的稳定。

我们预计：（1）央行将通过完善MPA考核机制鼓励金融机构加大制造业、小微和民企等领域信贷投放；（2）在“房住不炒”和“因城施策”的大框架下，房地产领域调控将呈现稳中从紧的特点，房地产融资增量占比仍将受到控制。

1.1.5、深化改革：用改革的办法促进调控，通过疏通货币政策传导渠道

深化改革的核心在于用改革的办法促进调控，通过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、消除商业银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。

我们预计，（1）央行通过常态化的操作，增强MLF利率的基准性，引导LPR和贷款实际利率下行，未来LPR将呈现“阶梯式下行”特点；（2）央行或将加强对三年期大额存单价格上浮比例的管控，针对不同类型银行设置差异化的浮动系数，引导商业银行特别是股份制银行和城商行负债成本的下行。

1.1.6、促进内外均衡：以内部均衡为主的同时，适度兼顾外部均衡目标，汇率因素对货币政策约束效应减弱

促进内外均衡的核心要义在于货币政策目标在以内部均衡为主的同时，

适度兼顾外部均衡目标。理论上，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，因此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。不过从当前情况看，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，反映出市场预期较为平稳，市场对人民币汇率双向波动的接受程度进一步提升。

我们预计，当前及未来一段时间，人民币总体保持“稳中偏强”态势，并围绕7的均衡点上下浮动，汇率因素对货币政策自主性的约束效应不断减弱，但仍需关注市场预期变化、跨境资金流动和国际宏观政策协调性。

1.2、隔夜资金价格回升明显，3个月期存单发行量持续加大

本周市场流动性保持合理充裕，央行连续暂停公开市场操作，资金利率小幅上行。

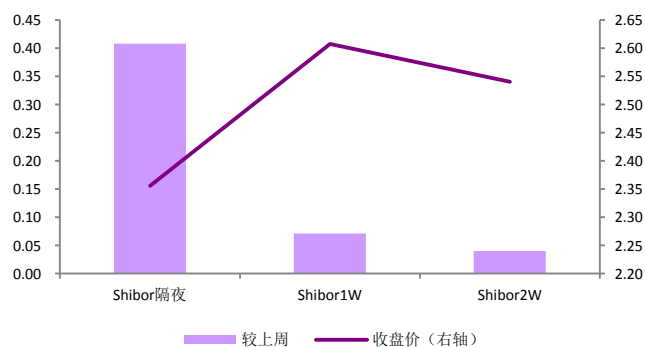
一是央行暂停公开市场操作回笼流动性。随着缴税影响的结束，央行暂停了公开市场操作，累计实现资金净回笼 3000 亿元。目前，市场流动性保持合理充裕，月末财政支出将助力流动性进一步改善。

二是资金利率小幅回升。本周随着央行连续暂停公开市场操作以及月末效应，资金利率小幅回升，且以隔夜为主。其中，Shibor 隔夜、7天和14天价格较上周分别上行41bp、7bp和4bp至2.36%、2.61%和2.54%；DR 隔夜、7天和14天价格较上周分别上行41bp、16bp和9bp至2.36%、2.58%和2.50%。

三是3M存单持续发力，1Y存单发行大幅回落。临近年末，金融机构明显加大了跨春节资金吸收力度，3M存单发行规模持续发力，11月以来累计发行过规模为6546亿元，占全部存单发行约40%。同时，1Y存单发行规模明显回落，11月以来共计发行4886亿元，其中本周仅发行555亿元。这主要与司库负债策略的摆布有关，在临近年末时点尽量降低1Y存单发行，避免存单到期时间过度集中于2020年年末。价格方面，本周存单价格变化不大，1M、3M、6M、9M和1Y期存单价格分别为2.60%、3.05%、3.14%、3.10%、3.15%。

图 1: Shibor 运行情况

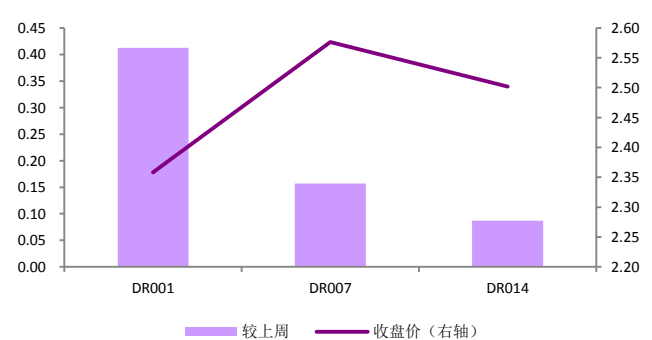
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: DR 运行情况

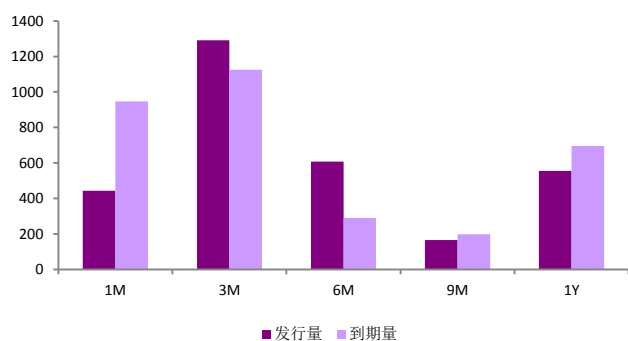
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3：各期限存单发行情况

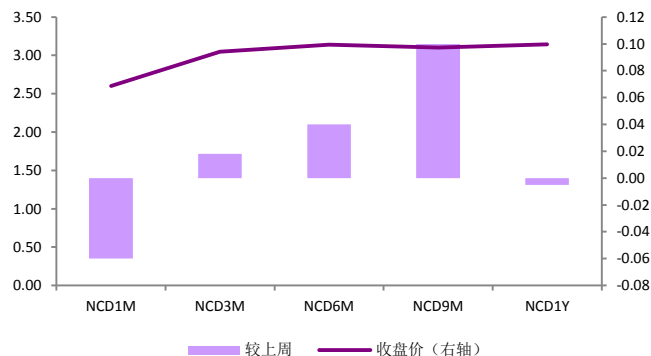
单位：亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：各期限存单价格

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、央行发布《中国金融稳定报告（2019）》，防范化解金融风险迎来收官之年

11月25日，央行发布了《中国金融稳定报告（2019）》，与货币政策执行报告相比，《金融稳定报告》更加侧重于通过专题形式反映我国金融风险运行情况，也在一定程度上揭示了未来金融改革的发展方向。

2.1、2018与2019年金融稳定报告主要框架对比

一般而言，金融稳定报告主要包括三部分，宏观经济运行情况、金融业务稳健性评估以及宏观审慎管理，并通专题形式反映我国金融风险运行情况。对比2018和2019年金融稳定报告不难发现，主要有三方面差异：

表 1：2018与2019年金融稳定报告主要框架对比情况

	2018年金融稳定报告	2019年金融稳定报告
第一部分：宏观经济运行情况	专题 1：打好防范化解重大金融风险攻坚战 专题 2：我国住户部门债务分析 专题 3：市场化债转股的成效及下一步工作考虑	专题 1：国际经济金融政策重大调整综述 专题 2：非金融企业的高杠杆及治理 专题 3：地方政府隐性债务分析 专题 4：我国住户部门债务分析 专题 5：房地产市场发展及风险分析
第二部分：金融业务稳健性评估	专题 4：银行业压力测试 专题 5：我国人身险业转型面临的挑战 专题 6：公布基金流动性风险压力测试 专题 7：私募基金行业风险分析与发展建议 专题 8：在上交所设立科创板并试点注册制 专题 9：债券市场违约风险分析及应对 专题 10：探索完善金融监管框架、促进金融科技健康发展	专题 6：银行业压力测试 专题 7：IFRS9 新会计准则“预期损失模型”对商业银行的影响 专题 8：防范货币市场基金流动性风险 专题 9：地方监管的各类机构和交易平台风险及治理 专题 10：保险公司资本及股权监管 专题 11：组织建设非银行支付机构网络支付清算平台 专题 12：加密资产相关领域风险及防范 专题 13：中国金融部门评估规划更新评估主要结论及建议
第三部分：宏观审慎管理	专题 11：央行金融机构评级结果分析 专题 12：农村信用合作机构发展现状和改革思路 专题 13：资管新规实施效果评估 专题 14：非银行支付机构实施备付金集中存管 专题 15：健全金融安全网、有效防范化解金融风险 专题 16：存款保险早期纠正流程的国际经验 专题 17：构建中国版总损失吸收能力要求框架	专题 14：审慎监管的基本制度 专题 15：宏观审慎管理与央行金融机构评级 专题 16：统一资产管理业务监管标准 专题 17：非金融企业投资金融机构的发展现象及监管 专题 18：建立金融控股公司监管制度、防范金融控股集团野蛮生长风险 专题 19：建立系统重要性金融机构监管机制 专题 20：金融机构风险处置国际标准 专题 21：全球系统重要性银行总损失吸收能力要求 专题 22：存款保险处置金融风险的几种方式 专题 23：我国全球系统重要性可处置性评估进展情况

资料来源：《中国金融稳定报告 2018》，《中国金融稳定报告 2019》，光大证券研究所

一方面，从内容上看，居民杠杆、银行业压力测试、货币基金流动性风险、金融机构评级结果以及总损失吸收能力要求均在 2018 和 2019 年金融稳定报告中得以体现，属于央行持续关注重点领域。另一方面，防范化解金融风险、债转股、债券违约、金融科技、资管新规的实施效果等内容为 2019 年金融稳定报告新增内容，特别是防范化解金融风险放在了所有专题首位，反映出 2019 年在包商、锦州等银行机构风险事件增多，债券违约风险不减的压力下，金融领域需要做好一手抓服务实体经济、一手抓防范金融风险。

由于金融稳定报告涉及的专题较多，综合 2018 年和 2019 年主要内容后，我们对其中部分重点问题进行解读和展望，包括防范化解金融风险、住户部门债务风险以及系统性重要银行与 TLAC 约束等领域。

2.2、防范金融风险将迎来收官之年

防范化解重大金融风险是近年来金融工作的重要组成部分，2017 年中央经济工作会议明确提出，今后三年要重点抓好决胜全面建成小康社会的防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的三大攻坚战，即 2020 年将进入化解金融风险的收官之年。

今年年初以来，央行通过集中整治、多措并举，在防范化解金融风险方面取得了积极进展，金融业态得到有效净化。主要的措施包括：（1）管好货币供给总闸门、坚决不搞大水漫灌，全社会宏观杠杆率快速攀升势头得到有效遏制；（2）二是平稳处置高风险机构，坚持“精准拆弹、在线修复”方式有序化解金融风险，通过改善公司治理、健全风控体系、夯实股东责任、引进战略投资者等方式处置了包商、恒丰、锦州等金融机构，促使其恢复“造血”能力；（3）综合运用降准、MLF、TMLF 等货币政策工具，确保金融市场的稳定；（4）出台了《资管新规》、《理财新规》及其配套细则、《系统重要性银行评估办法》等一系列政策，有效补齐了监管制度短板，影子银行业务发展进一步得到有效控制。正如金融稳定报告指出：“我国金融风险由前几年的快速积累逐渐转向高位缓释，已经暴露的金融风险正得到有序处置”。

我们认为，在 2020 年三大攻坚战的收官之年，防范化解金融风险将重点从以下几个方面开展：

一是金融监管加速补短板、填补监管真空，在同业投资、规范结构性存款、违规开展理财业务以及系统重要性银行等领域出台更多监管政策和配套方案。

二是对问题金融机构的监管将更多的遵循事前监管和自救原则，尾部金融机构并购重组或将成为常态，以实现问题金融机构将有序退出。

三是针对中小银行将重点加强对公司治理（特别是股东股权管理）、风险管理、同业业务等领域的监管，中小银行将更加回归本源，金融体系“强者恒强”的分层特点将更为明显。

四是在监管手段上，将更加注重平衡好稳增长和防风险之间的关系，针对不同风险分类施策、精准拆弹，逐步化解存量金融风险。

2.3、居民高杠杆率对消费需求形成“挤出效应”

继 2018 年之后，2019 年金融稳定报告再度对居民债务问题展开了讨论，而央行在《中国区域金融运行报告（2019）》中同样指出，居民杠杆率水平对消费增长的负面影响值得关注。对于这一问题，我们可以从几组数据简单印证：

图 5：居民杠杆率、消费及其对 GDP 贡献 单位：%

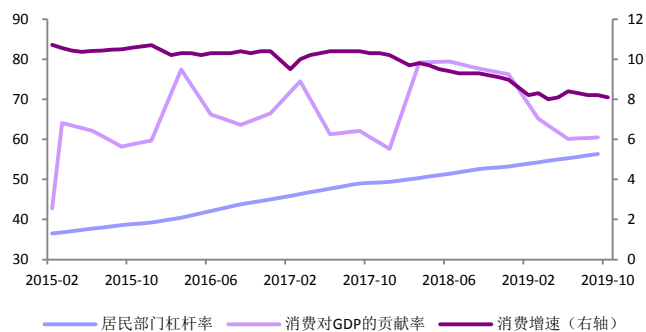
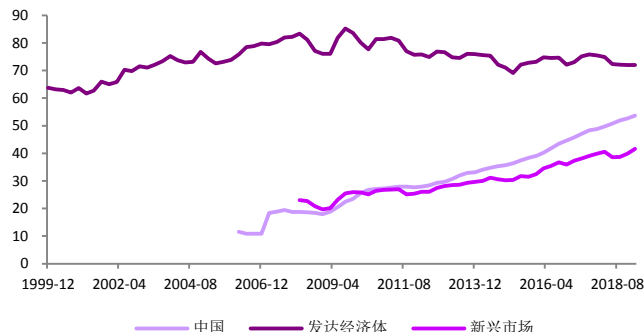


图 6：居民杠杆率 单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

资料来源：BIS，光大证券研究所

(1) 9 月末我国居民部门杠杆率为 56.31%（社科院测算），较年初上行 3.1 个百分点，1-10 月社会消费品零售总额同比增速为 8.1%，较年初下降 0.9 个百分点，9 月末最终消费支出对 GDP 的贡献率为 60.5%，较年初下降近 16 个百分点。这表明，在当前稳增长压力下，居民高杠杆率已经对消费需求形成了“挤出效应”，使得居民消费增速不断下滑，对宏观经济增长的贡献率逐步下降。

(2) 根据 BIS 数据，截至 2019 年 3 月末，我国居民杠杆率水平为 53.6%，高于新兴市场经济体平均水平（41.6%），但低于发达经济体 72% 的平均水平。不过，从运行态势来看，近年来我国居民杠杆率呈现快速攀升态势，2009-2019 年居民杠杆率上行幅度高达 28%，这一时期内新兴经济体上行幅度为 15.7%，而发达经济体居民杠杆率近 20 年来总体保持在 60%-80% 区间。这表明，尽管我国居民杠杆率的绝对水平仍低于发达经济体，但近年来的上行速度过快，对居民消费潜力的释放和国民经济运行造成了负面影响。

2.4、四大行将面临 TLAC 约束

2018 和 2019 年金融稳定报告连续两年提到了总损失吸收能力的构建问题。TLAC 监管框架主要针对全球 30 家系统重要性银行（G-SIBs）实施的更为严格的资本管理要求。TLAC 监管标准包含了最低总损失吸收能力和最低杠杆率考核要求，并划分为国际通行的第一支柱和各国自主的第二支柱，监管框架如下所示：

表 2：巴塞尔 III 与 TLAC 监管框架对比

	巴塞尔 III	TLAC 监管
监管要求	资本充足率 8%	非新兴市场经济体：2019 年达到资本充足率≥16%、杠杆率≥6%要求；2022 年达到资本充足率≥18%、杠杆率≥6.75%要求
	一级资本充足率 6%	新兴市场经济体：满足“加速条款”：2022 年达到资本充足率≥16%、杠杆率≥6%要求；2025 年达到资本充足率≥18%、杠杆率≥6.75%要求
	核心一级资本充足率 4.5%	新兴市场经济体：不满足“加速条款”：2025 年达到资本充足率≥16%、杠杆率≥6%要求；2028 年达到资本充足率≥18%、杠杆率≥6.75%要求
	逆周期资本 0-2.5%、储备资本 2.5%、G-SIBs 附加资本 1-3.5%	
合格资本工具	巴塞尔 III 规定的合格资本工具	巴塞尔 III 规定的合格资本工具+其他符合 TLAC 要求的工具
监管对象	一般银行+G-SIBs	G-SIBs

资料来源：FSB、巴塞尔委员会、光大证券研究所

目前，我国四大行工、农、中、建均已纳入 G-SIBs 范畴。按照 TLAC 监管框架：

(1) 正常情况下（即满足“加速条款”）需满足 2025 年资本充足率 \geq 16%、杠杆率 \geq 6%要求；2028 年资本充足率 \geq 18%、杠杆率 \geq 6.75%的监管要求；

(2) 工商银行和中国银行位列 G-SIBs 框架第三组，农业银行和建设银行位列第四组，分别需满足 1.5%和 1%的附加资本要求；

(3) 根据 TLAC 条款，在可信事先承诺下，用于 G-SIBs 资产重组、且该承诺没有金额限制的处置基金，也可以算作 TLAC 工具，该部分工具占 RWA 的比例至多为 2.5%（对应最低 TLAC 是 16%）或 3.5%（对应最低 TLAC 是 18%）；

(4) TLAC 合格债务工具占 RWA 比例应不低于最低 TLAC 要求的 1/3，即 5.33%。

为测算我国 G-SIBs 为满足 TLAC 监管要求所需补充的资本，假定未来 5 年 G-SIBs RWA 平均增速为 8%，净利润增速为 5%，股东分红比例为 30%，那么至 2025 年 G-SIBs 资本补充情况如下：

表 3: G-SIBs 所面临的 TLAC 资本缺口

单位：亿元

	资本充足率 (2019Q3)	RWA (2019Q3)	资本净额 (2019Q3)	TLAC (2025)	TLAC 资本缺口	合格债务 工具缺口
工行	16.65%	186153	30994	17.50%	6649	5827
农行	16.10%	152782	24598	17.00%	6181	4018
中行	15.51%	140095	21729	17.50%	7812	4245
建行	17.30%	146572	25357	17.00%	2023	5174
合计	-	625602	102678	-	22666	19264

资料来源：Wind，光大证券研究所测算，注：截至 2019 三季度末，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行的杠杆率分别为 8.1%、7.0%、7.6%以及 8.3%，均符合 TLAC 杠杆率 6%的监管标准，压力不大。

综合上述测算结果不难发现：在 TLAC 压力下，未来 5 年四大行若保持 5%的年均净利润增速，维持 RWA 保持 8%左右的增速，需年均补充约 1000 亿左右的 TLAC 工具。一旦四大行盈利能力下滑，净利润增速每降一个百分点，年均 TLAC 工具发行规模将多增 150-200 亿元，在银行资本工具的市场容量相对有限的情况下，将加大四大行 TLAC 达标压力，这将对四大行的资产负债摆布和资本补充形成较大挑战。

3、11 月新增人民币贷款料好于去年同期，对公贷款增量明显改善

我们认为，在 10 月新增人民币贷款投放超预期走低后，11 月贷款投放有望迎来回暖，预计新增人民币贷款有望好于去年同期。主要理由如下：

3.1、政策驱动效力进一步加大，基建托底效果开始显现

上周央行、银保监会先后就当前货币信贷形势、提升小微企业和制造业金融服务质量等问题召开了座谈会，要求金融机构提高政治站位，力度之大、频率之高，在历史上尚属罕见。

在政策驱动下，基建托底效果开始显现。观测数据显示：基建领域信贷

增量占比由二季度的 20-25% 提升至 33-35% 的水平，特别是交通运输业信贷增量占比高达 11%，在对公领域信贷投放中处于领先地位，反映出在企业融资需求较弱的情况下，基建领域投资和信贷投放发力明显。

近期，国务院下发了《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，降低航运、交通运输等项目的最低资金比例要求。同时，在明确债务性资金不得作为资本金这一要求仅限于投资项目本身的同时，放松了对项目资本金穿透核查的限制，明确鼓励地方法人可以通过发行权益型、股权类金融工具筹措项目资本金，这样有助于降低金融机构投资基建的约束条件，吸引更多信贷资源流入基建领域。

3.2、金融机构释放资源加大信贷投放力度，票据融资出现明显冲量迹象

数据显示，11 月中下旬以来，金融机构信贷投放明显发力，特别是对公领域信贷投放大幅增长。表明在政策驱动引导下，金融机构积极顺应国家政策导向，通过逆周期调节释放资本资源，积极拓展项目储备。不过需要注意的是，随着信贷投放力度的加大，商业银行核心一级资本充足率开始承压，部分机构核心一级资本充足率已跌破 9%，资本补充压力或在一定程度上影响未来信贷投放力度。

11 月中旬以来，国股银票转贴价格出现大幅下挫，其中隔夜利率已跌破 1%，6 个月利率已降至 2% 附近，与同期限 NCD、Shibor 价格已形成倒挂。究其原因，主要是随着“稳信贷”发力，银行为实现信贷规模冲量和占据信贷额度，加大了收票力度，而市场存量票据供给趋于下降，短期供需矛盾加剧了票据利率的回落。

3.3、宏观经济数据趋于改善，高端制造业领域信贷投放表现较好

从 11 月 PMI 录得 50.2%，比上月上升 0.9 个百分点。其中，生产指数和新订单指数分别为 52.6% 和 51.3%，分别比上月上升 1.8 和 1.7 个百分点，高于临界点，表明制造业供需两端有所回暖。从重点行业看，高技术制造业、装备制造业和消费品行业 PMI 分别为 51.7%、51.0% 和 51.1%，均连续两个月上升，这也与通信、计算机、通用设备等高技术领域信贷配置呈现“高增长、低不良”特点相呼应，而消费 PMI 的改善主要与“双 11”的推动效果有关。

其他高频数据显示：11 月以来重点企业粗钢产量小幅上升；日均粗钢和铁精粉产量在 198.7 万吨和 39.9 万吨，略高于 10 月；南华工业品指数月末在 2280 点以上，比去年同期高出 280 点；11 月高炉开工率平均值在 65.1% 左右，10 月在 63.5% 左右。

总体而言，宏观经济数据企稳回暖，表明随着暖冬效应、逆周期调节力度加大、中美贸易摩擦预期改善以及海外节假日订单需求的提升，制造业供需两端的景气度均出现改善。不过，这种改善效果更多的建立在逆周期调节政策的刺激和季节性因素的基础上，受国内有效需求不足以及外部不确定性等因素影响，制造业下行压力依然存在。

4、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