

宏观研究 / 宏观点评

2015年10月25日

张晶 执业证书编号: S0570512070064
研究员 0755-82492011
zhangjing7332@htsc.com

侯劲羽 010-63211166-861
联系人 wangyupeng@htsc.com

宋雪涛 (021)2897 2085
联系人 sunzheng@htsc.com

相关研究

- 1《资本外流企稳，四季度降准是大概率》2015.10
- 2《底线思维，等待破局》2015.10

寒气来，霜降临

--2015年10月24日央行降息降准点评

投资要点:

◆ 事件:

◆ 中国人民银行决定，自2015年10月24日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至1.5%；其他各档次贷款及存款基准利率、人民银行对金融机构贷款利率相应调整；个人住房公积金贷款利率保持不变。同时，对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限。

◆ 自同日起，下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，以保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。同时，为加大金融支持“三农”和小微企业的正向激励，对符合标准的金融机构额外降低存款准备金率0.5个百分点。

◆ 点评:

◆ 1、“双降”目的何在？——经济寒气逼人、基础货币缺口惊人。当前全球再度处于量宽竞赛当中，大宗商品价格跌跌不休在美国推迟了加息进程，在欧洲促使欧元区考虑12月降息/扩大QE，在中国9月CPI同比意外降0.4%至1.6%。结合内外部环境考虑，显然，目前是降准降息的较好时机。

◆ 2、经济改善可期吗？近期出台财政刺激项目多，今年前9个月国家发改委共审批固定资产投资项目18131亿元，全国一般公共预算支出120663亿元，比上年同期增长16.4%，比去年同期进度加快2.7个百分点。这些强力措施，无疑会对未来几个季度的经济提到一定提振作用，改善各项经济数据的环比增速，进而也会对市场预期形成影响。

◆ 3、如何看待后续量宽？——空间取决于国际形势。美国经济数据目前看起来也不尽人意，国际新一轮“放水竞赛”也会影响美国的政策节奏，若年内美联储加息预期破产，中国国内就仍有再度降息降准的空间。

◆ 4、汇市波澜或又起但长期无虞。人民币中长期被动贬值压力仍在，也有超预期主动贬值给货币政策创造空间的可能，但汇率不至于失控。

◆ 5、利率市场化的形式已走完，关注信用债不断被延后的尾部风险。

事件：

中国人民银行决定，自 2015 年 10 月 24 日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低社会融资成本。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.35%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 1.5%；其他各档次贷款及存款基准利率、人民银行对金融机构贷款利率相应调整；个人住房公积金贷款利率保持不变。同时，对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限，并抓紧完善利率的市场化形成和调控机制，加强央行对利率体系的调控和监督指导，提高货币政策传导效率。

自同日起，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，以保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。同时，为加大金融支持“三农”和小微企业的正向激励，对符合标准的金融机构额外降低存款准备金率 0.5 个百分点。

点评：

1、“双降”目的何在？——经济寒气逼人、基础货币缺口惊人。中国的经济从上一轮大规模刺激之后，逐渐走上了资本回报率下行之路，自 2012 年开始，经济面临严重的去产能去杠杆的压力之中，行至今日，中国的周期性行业去产能去杠杆的压力远未释放完毕，过剩产能出清仍处于攻坚阶段。投资入冬、出口不振，已将制造业带入一个更低的景气周期之中，而消费尽管存在一定粘性，但独木难支。在一系列的经济脆弱链条下，国内资本市场、汇率市场压力加大。8 月的“挖坑式”贬值给当时的货币宽松腾挪出空间；而对于当前的央行而言，国际资本动荡不安，人民币汇率不得不保持稳定，但这就会令原本已较大的基础货币缺口再度放大。当前全球又再度处于量宽竞赛当中，大宗商品价格跌跌不休在美国推迟了加息进程，在欧洲促使欧元区考虑 12 月降息/扩大 QE，在中国 9 月 CPI 同比意外降 0.4%至 1.6%。结合内外部环境考虑，显然，目前是降准降息的较好时机。

2、经济改善可期吗？近期出台财政刺激项目多，今年前 9 个月国家发改委共审批固定资产投资 18131 亿元，全国一般公共预算支出 120663 亿元，比上年同期增长 16.4%，比去年同期进度加快 2.7 个百分点。具体来看，在与基建相关的支出中，城乡社区、农林水支出、节能环保、交通运输支出等都有大幅度的增长。政策的支持可能更多依靠财政工具，财政刺激在进一步加码，倒逼货币政策进一步放松。今后财政支出继续加码可期。10 月，发改委将把今年专项建设债券基金规模翻倍，增加至 6000 亿元人民币，以支持地方基础设施建设、促进经济增长。而此前计划为今年下发 3000 亿元的基金用于项目建设。为发挥财政对稳增长的支撑作用，财政部采取了一系列措施，包括设立 1800 亿元的 PPP 模式融资支持基金，加大对重点建设项目的资金支持等。此外，还有购车税收优惠与新能源汽车相关优惠政策，以及住房按揭便利政策。这些强力措施，无疑会对未来几个季度的经济提到一定提振作用，改善各项经济数据的环比增速，进而也会对市场预期形成影响。

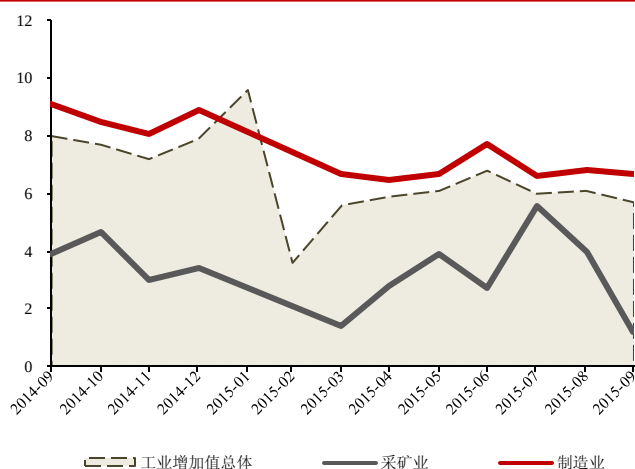
3、如何看待后续量宽？——空间取决于国际形势。经济下行，利率配套下行是顺理成章的政策。但货币宽松之前又受制于人民币汇率的压力而空间有限，目前人民币汇率基本稳定，欧央行再度超预期量宽，故有本次“霜降”。自 8 月末和本次的两次“双降”后，10 年期中美无风险利差已从 8 月的 180bp 缩至 100bp 附近的水平，但 1 年期的短端无风险利差仍有近 220bp。虽然仍有一定利差优势，但空间已显然缩窄。美国经济数据目前看起来也不尽人意，国际新一轮“放水竞赛”也会影响美国的政策节奏，若年内美联储加息预期破产，中国国内就仍有再度降息降准的空间。

4、汇市波澜或又起但长期无虞。相较 8 月汇改至九月底，近期外汇市场波动有所缓和。23 日人民币收盘价较汇改前贬值 2.3%，较波动期极值反倒升 0.58%。CFETS 美元/人民币日均成交量从 9 月的 232 亿美元降至 10 月至今 183 亿美元。汇市渐稳为双降制造了条件，但

双降后汇市后再次重复 8 月中的波动，央行也会继续出手消耗储备维稳。人民币中长期被动贬值压力仍在，也有超预期主动贬值给货币政策创造空间的可能，但汇率不至于失控。

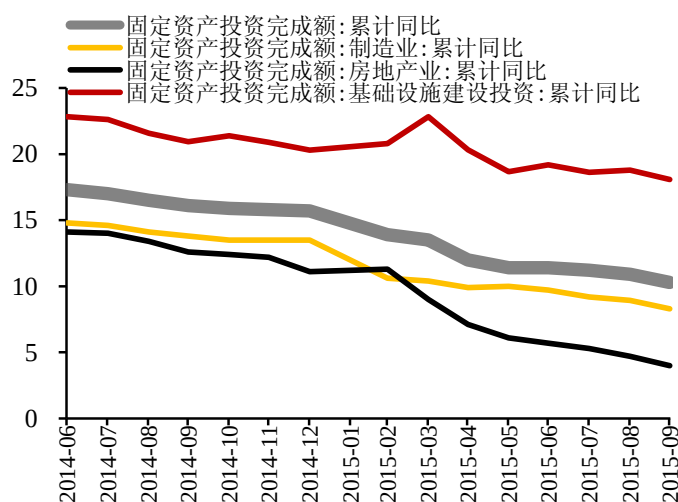
5、利率市场化的形式已走完，关注信用债不断被延后的尾部风险。本次还彻底放开了商业银行与农村合作金融机构的存款利率浮动上限。利率市场化在中国的跨度也已有 17 年，与当年美国、日本、韩国的时间跨度相当甚至更长，目前，中国的利率市场化各项口径的形式已走完。但是，要真正实现“自由”定价的利率水平，还需要在资源改革、金融体制改革、国企改革等一系列经济体制改革中做更多的配套和推进。但尤其要重视的是，利率市场化往往随着商业银行风险偏好的上升，目前信用债跟随利率债下行，且信用层级紊乱，尾部风险被不断延后、加大。利率债 10 年期破 3 之后，将走向纠结震荡，预计后续无风险收益率曲线会走向陡峭，短端下行空间会打开。而信用债会随着深化改革的预期，而首先受到流动性冲击。

图1：固定资产投资走弱，形势严峻（%）



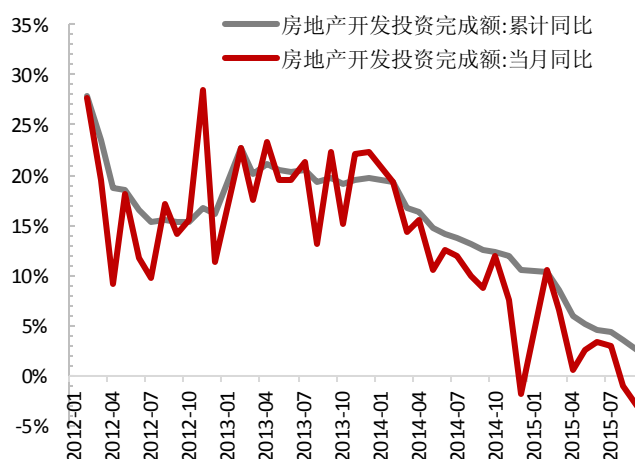
资料来源：Wind，华泰证券研究所整理

图2：经济低增速，固投低增长已成常态（%）



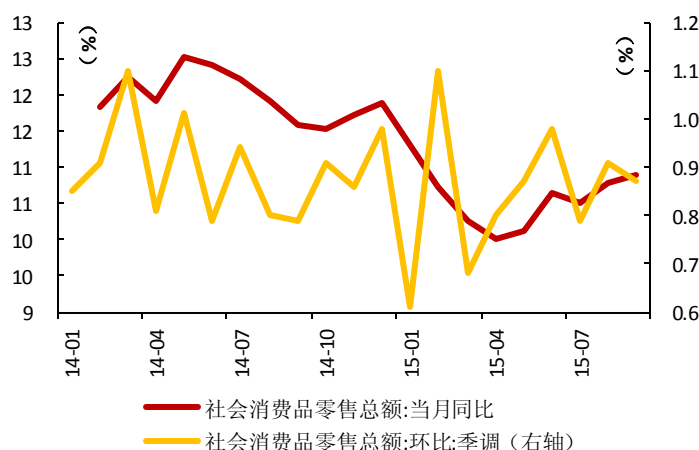
资料来源：Wind，华泰证券研究所整理

图3：房地产开发投资增速继续下滑（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所整理

图4：社会消费品零售总额增速较为稳定（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所整理

表 1：中国利率市场化进程表

时 间	进 程
1996 年 6 月	放开银行间同业拆解市场利率
1997 年 6 月	放开银行间债券市场债券回购和现券交易利率
1998 年 3 月	改革再贴现利率及贴现利率的生成机制
1998 年 9 月	放开政策性银行发行金融债券的利率
1998 年 10 月	扩大了金融机构对小企业的贷款利率的最高上浮幅度，由 10%扩大到 20%；扩大了农村信用社的贷款利率的最高上浮幅度，由 40%扩大到 50%
1999 年 4 月	允许县以下金融机构贷款利率最高可上浮 30%
1999 年 9 月	成功实现国债在银行间债券市场利率招标发行，将对小企业贷款利率最高可上浮 30%的规定扩大到所有中型企业
1999 年 10 月	对保险公司 3000 万元以上、5 年期以上的大额定期存款，实行保险公司与商业银行双方协商利率的办法
2000 年 9 月	进一步放开了外币贷款利率，对 300 万美元以上的大额外币存款利率，由金融机构与客户协商确定，并报中央银行备案。
2002 年 3 月	在全国 8 个县农村信用社进行利率市场化改革试点，贷款利率浮动幅度由 50%扩大到 100%，存款利率最高可上浮 50%
2002 年 3 月	中国人民银行统一了外币利率管理政策，将境内外资金融机构对境内中国居民的小额外币存款，纳入中国人民银行现行小额外币存款利率管理范围
2002 年 9 月	改革试点进一步扩大到直辖市以外的每个省、自治区，温州利率改革开始实施
2003 年 12 月	从 2004 年 1 月 1 日起，扩大金融机构贷款利率浮动区间，不再根据企业所有制性质、规模大小分别确定贷款利率浮动区间
2004 年 10 月	上调金融机构贷款利率，同时放开金融机构贷款利率的上限、存款利率下限，下浮幅度为基准利率的 9 折
2006 年 1 月	对商业银行、政策性银行和非银行金融机构实行再贷款浮息制度
2006 年 10 月	上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）试运行
2007 年 1 月 4 日	上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）正式运行
2008 年 10 月 23 日	2008 年 10 月 27 日起，按揭贷款利率下浮幅度从 15%扩至 30%
2012 年 6 月 8 日	将金融机构存款利率浮动区间上限，调整为基准利率 1.1 倍；贷款利率下浮区间调整为 8 折，至 7 月又将贷款利率下浮区间调整为 7 折
2013 年 7 月 20 日	取消贷款利率 7 折下限；取消票据贴现利率管制；农村信用社贷款利率不设上限
2014 年 11 月	央行将存款利率浮动区间扩大到基准利率的 1.2 倍
2015 年 4 月 20 日	央行将存款利率浮动区间扩大到基准利率的 1.3 倍
2015 年 5 月 11 日	央行将存款利率浮动区间扩大到基准利率的 1.5 倍，并推出存款保险制度
2015 年 6 月 2 日	央行推出《大额存单管理暂行办法》，大额存单推出初期，将首先在自律机制核心成员范围内试点发行。核心成员包括 10 家，分别是工行、农行、中行、建行、交行、国开行、中信、招行、兴业、浦发。
2015 年 8 月 29 日	人大常委会表决通过了关于修改商业银行法的决定，删去现行商业银行法中关于商业银行贷款余额与存款余额的比例不得超过 75%的规定，并将存贷比由法定监管指标调整为流动性风险监测指标。
2015 年 10 月 24 日	对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限

数据来源：华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2015 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com