

2015-03-02

政策继续献礼，股债双牛添动力

——2015年02月28日央行降息点评

事件：

中国人民银行2月28日决定，自2015年3月1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5.35%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.5%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.2倍调整为1.3倍；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。

解读：

一、经济下行压力严峻，触发货币宽松政策

当前国内经济依旧疲弱，从已公布的PMI、通胀和外贸数据来看，经济下行压力严峻，通缩风险加速上升，因此市场对货币宽松的预期一直在加强，降息空间已然打开，本次降息已是预料之中，其主要目的在于防范通缩，继续引导社会融资成本下降。2月份以来，连续的降准和降息，显示央行的货币宽松态度更为明确。本次将存款利率浮动区间由1.2倍扩大至1.3倍，表明了央行持续推动利率市场化的意图。自去年11月份扩大存款利率浮动区间之后，许多银行甚至没有用足上浮空间，这意味着实体经济疲弱给市场利率带来的下行压力正在逐步加强。由于市场利率走势最终应与经济基本面走势一致，在当前银行存款利率上浮动力隐约出现弱化的情况下，未来实体经济市场利率下行值得期待。

二、本次降息降低社会融资成本的幅度有限

本次采用对称降息的方式，同时存款利率浮动范围扩大至1.3倍。许多银行上次降息（2014年11月21日）便未将存款利率上浮到顶，而本次调整后挂牌利率上浮到顶的银行数量将较前次再次减少，故本次降息后银行存款端成本小幅下降，息差缩小幅度低于上次降息。

结论:

- 经济疲弱下，央行适时降息以防通缩
- 本次降息有望引导社融成本小幅下降
- 货币宽松政策需有财政政策配合以振经济
- 降息打开债市、股市进一步上涨空间

本次贷款基准利率下浮 25bps，根据我们统计的上市银行的存量贷款资产到期结构，本次降息对存量中长期贷款影响逐步显现，存量中长期贷款将在明年初完成重新定价(今年没有体现)；存量短期贷款将逐步到期，这部分贷款银行将根据成本重新定价。由于基准下调较小和部分中长期贷款（如房贷）重置时间延后的影响，存量贷款的收益率下降幅度低于上次降息的效果，后续进一步宽松政策依然可期。

三、货币宽松政策在积累，上半年或有财政政策配合

2008、2012 年货币政策开始放松到经济反弹分别有 5 个月和 9 个月的时滞，而财政政策的配合是经济反弹时滞多少的关键因素。并且，如果要刺激需求，财政政策比货币政策更有效。从目前的结果来看，的确是财政端的抑制比货币端的放松对经济的影响更大。因此，我们预期上半年财政政策会发力。因为，一方面中央稳增长的措施和项目从去年 4 季度就开始明显加大，财政资金会持续跟上；另一方面从年后国务院常务会议的表态看，政府推基建、促投资的心态相当迫切，而财政政策在上半年也有能力跟上。我们预期在两会后财政端便会有所发力。此外，房地产销售已经处在改善的通道中。在政策持续友好的环境下，地产销售复苏趋势愈发明晰，而地产价格由于上升缓慢暂时也不会令政策收紧。地产销售带动投资对经济的助力有望逐步显现。

四、降息打开债市、股市进一步上涨空间

对于债券市场而言，此前对于货币政策放松的预期很强，中长端利率下行，但偏紧的资金面仍制约短端利率下降，曲线十分平坦甚至倒挂。存款基准的下调有助

于打开回购利率的下行空间，带动中长端利率下行。

对股市来说，与前次逻辑一致，降息长期来看有利于无风险利率的下降，有助于 A 股整体估值的继续提升，对低估值类蓝筹依然利好。分板块来看降息直接降低存量债务负担，有利于高负债企业盈利改善，对于非银金融、建筑、建材、地产、钢铁、电力及公用事业、机械等较为利好：节后三个交易日内建筑、电力和公用事业类涨幅居前，可能提前反映了部分降息预期；降准降息组合效应对地产行业基本面大为利好，一方面，降低个人购房商业贷款和公积金贷款利率，促进刚性购房需求和改善型购房需求积极入市，事实上一二月实际需求回暖，三月地产销量有望有明显改善；另一方面能直接改善开发商综合资金成本，在一定程度上缓和土地成本上行、销售单价下行导致净利率下行的风险，平滑龙头公司净利润的表现，此外降息将有效提升上市公司的估值水平，地产板块行情有望继续，迎来较好配置机会。

重要提示：

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，过往业绩并不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证，有关数据仅供参考，不构成任何承诺。投资者投资工银瑞信基金管理有限公司管理的的产品时，应认真阅读相关法律文件。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。

公司地址：北京市西城区金融大街丙17号北京银行大厦8层

邮政编码：100033

客服热线：400-811-9999（免长途费）

公司网址：www.icbccs.com.cn