

2015-04-20

## 经济增长低迷，央行再次放水引导利率下行

——2015年4月19日降准点评

## 事件：

中国人民银行 19 日晚间宣布，自 2015 年 4 月 20 日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点。在此基础上，为进一步增强金融机构支持结构调整的能力，加大对小微企业、“三农”以及重大水利工程建设等的支持力度，自 4 月 20 日起对农信社、村镇银行等农村金融机构额外降低人民币存款准备金率 1 个百分点，并统一调农村合作银行存款准备金率至农信社水平；对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率 2 个百分点；对符合审慎经营要求且“三农”或小微企业贷款达到一定比例的国有银行和股份制商业银行可执行较同类机构法定水平低 0.5 个百分点的存款准备金率。

## 解读：

**一、一季度经济低迷、M2 增速低，央行降准力度超出市场预期**

一季度经济增长低迷，尽管市场均预期央行会再度降准，本次的力度依然超出市场预期，并且进一步加大定向力度，实际降准幅度超过 100bp，预计释放流动性在 1.2-1.6 万亿。外汇占款减少和经济下行压力严峻，是触发本次降准的基本面原因：一方面，从目前的国际收支情况看，外汇占款已经不再是我国基础货币投放的主要来源；另一方面，一季度我国经济面临严峻的下行压力，工业增加值已经接近历史最低点，GDP 增速也触及政府目标，3 月 M2 增速更是低于 12% 的目标，在这种背景下，通过降准提高货币乘数，保证广义货币和贷款的稳定增长，从而从客观环境上保证金融机构支持实体经济发展、发挥货币政策稳增长的作用，无疑是央行的必然选择。

**二、实际影响或将受到削弱，后续进一步稳增长政策可期**

此次降准力度超出预期，但实际效果或将受到一定削弱。一方面，存款保险制度实施和地方政府债务置换影响将对冲此次降准的 50BP 以上的影响：2015 年 5 月 1 日起存款保险制度将正式实行，如果按照市场预计保

结论:

- 经济低迷，央行降准，力度超市场预期
- 政策态度再次明确，货币宽松继续支持牛市，短期需警惕政策风险
- 降准利好金融等利率敏感性板块，未来仍看多低估值蓝筹股

费大概 0.02%-0.05%之间，如果一次性缴纳保费，将抵消此次降准的 20-50bp。与此同时，今年换方政府债务置换规模 1 万亿，假定在未来 8 个月平均分布，则每月约有 1250 亿元的资金冲击，抵消降准约 10bp 的幅度。另一方面，基建投资力度不足增速弱于预期，单靠降准的货币政策不足以实现稳增长目标。货币政策来看，不管从价格还是总量上来看，仍有进一步放松空间，我们判断再次降息临近；财政政策也有进一步托底空间，基建、PPP 等稳增长政策仍将发力。

### 三、降准再次印证决策层的货币宽松政策态度，市场预期强化，牛市趋势不变，但需警惕监管风险

此次降准政策再次印证央行对降息降准这类货币宽松政策的态度回归正常，而市场对未来流动性改善预期强化则有助于资本市场继续走牛。在 2 月底降息时，我们已经指出，该次降息时点靠前表明决策层对货币政策宽松的态度已经发生变化，而 3 月以来央行数次降低逆回购利率，更是验证了央行正在主动引导利率下行。此次力度超预期的降准再次表明央行对货币政策工具的使用回归正常。在目前经济依然疲弱的情况下，这将强化市场对未来流动性改善的预期，从而利好资本市场。

政策宽松背景下，牛市趋势不改。货币政策有望继续宽松，市场利率将继续下行：一方面，利率下行有助于增加企业投资意愿；另一方面，利率下行才有助于降低地方政府债务负担，平稳实现地方政府债务置换。在利率下行的市场环境中，股票市场长期牛市仍将延续。但短期应该关注股市过快拉升的监管加强带来的回调和震荡风险。目前众多低风险承受能力投资者加速入市，不符合两融业务条件的投资者通过不规范两融通道加

杠杆进入股市的情况，与监管塑造健康的资本市场、保护中小投资者利益的愿景不符，所以如果股市短期过快在杠杆拉动下上涨，未来进一步的杠杆监管等降温政策还将出台。此外中证 500、上证 50 等股指期货新品种上市、扩大了融券业务参与范围，也将在股市过快上涨后积蓄较多做空能量，加强股市的短期震荡。

长期仍看多低估值蓝筹股，从市场整体估值的角度来说，仍有一定的提升空间，风格上，看多低估值蓝筹股。

### **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](http://www.icbccs.com.cn)