

2015-05-10

货币政策宽松加速，资金面有利股债两市

——2015年5月10日降息点评

事件：

中国人民银行决定，自2015年5月11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5.1%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%，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1.3倍调整为1.5倍；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金贷款利率相应调整。

解读：

一、货币政策宽松加速

与去年央行通过各种手段释放流动性却实质上保持了“中性”的货币政策有所不同，随着今年一季度各项数据不断接近“下限”，央行从2月份开始加大力度对冲外汇占款下降，特别是通过MLF和全面与差别化降准、PSL、国库现金等方式，累计净投放超过1万亿，令基础货币余额增速明显上升，显示货币政策明显从“中性”转为“宽松”，且在加速进程中。在不断累计的宽松过程中，货币市场利率的供需平衡也被打破，利率有望开始出现快速下行。

二、降息力度低于前期市场预期，未来量价宽松皆有空间

此前市场有不少机构预期将降息50BP，实际本次央行下降25BP，低于预期。央行在2014年4季度货币政策执行报告曾指出，在决定货币政策时会综合考虑融资成本、外汇占款对基础货币的补充，以及需求层面导致的通胀预期下行风险。目前来看，这三个原因仍将支持货币政策进一步量价宽松：一是增长和通胀短期仍将低位运行。虽然刚发布的一季度货币政策执行报告中提到贷款投放较大，尤其加大了对一带一路、长江经济带、京津冀协同发展等战略经济带的信贷支持，但经

结论:

- 货币政策宽松加速，未来仍有进一步的量价宽松空间
- 无风险利率将继续维持低位，有利于利差下行
- A股长期牛市将继续，短期看好有改革红利支撑的相应板块和低估值蓝筹

经济增长仍然未见起色，加之整体CPI的涨幅仍然低于预期，总需求持续收缩已经开始对居民的收入预期产生负面影响，失业率面临潜在上升的风险，从支持实体经济的广义流动性及提振需求环节就业压力的角度看，仍然需要央行投放基础货币增加广义信用供应，货币政策的宽松力度和节奏都将会相应加大。二是此前两次降息对降低社会融资成本的效果仍不明显，3月份，非金融企业及其他部门贷款加权平均利率、一般贷款加权利率、存款利率较上年末降幅均没有达到今年3月的降息幅度，银行成本下行幅度很有限，执行下浮利率的贷款占比下降，执行上浮利率的贷款占比上升。因此，从降低社会融资成本支持实体经济的角度看，仍然需要货币政策进一步的放松，包括价格上通过降息引导利率下行，切实提高银行降低贷款利率的意愿。三是外汇占款大概率仍会低迷，经济内生动力弱，资本回报率持续下降，叠加人民币汇率区间扩大，央行货币宽松利率保持低位，对资本的吸引力依然弱，此外离岸人民币相对在岸贬值更多这一现象也体现出人民币吸引力在持续下降。

三、无风险利率将继续维持低位，有利于股债两市

央行货币政策执行报告认为“量化宽松”必要性不高，我们认为，以PSL方式或者以扩大抵押品的方式事实上都是执行了基础货币的投放，叫不叫“量化宽松”并不重要，实质重于形式，事实上，相比于其他发达国家，央行在常规货币政策手段上都仍有较大空间，整体无风险利率水平将继续维持低位。

对于债市，降息带动资金面进一步宽松，债务置换如引入定向发行，将有效地减少对市场流动性和利率的冲击，利率债期限利差或将回落，长端利率下行是大概率事件；在流动性宽松的背景下，短期利率仍有下行空间，信用利差将持续处于低位继续看多城投债、高收益债。

A股牛市趋势将继续。在政策加速托底的累计效果下，经济企稳概率增加；改革加快推进，红利逐步释放；资金面宽松终将引导资金价格下降，有利于A股长期向好。但短期因此次降息已经得到市场较充分的预期，且近期监管层加强对股市的风险提示和违规监管，会加大股市的震荡。仍看好有改革红利支撑的相应板块表现如电力改革、能源互联网、中国制造2025、互联网+、新能源汽车等等，同时仍看好低估值蓝筹。

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基金产品时，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5号新盛大厦A座6-9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