

工银瑞信：货币政策偏松仍是主基调 短期关注三类机会

事件：

中国人民银行决定，自2015年6月28日起有针对性地对金融机构实施定向降准，以进一步支持实体经济发展，促进结构调整。同时，自2015年6月28日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，以进一步降低企业融资成本。其中，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.85%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。（wind 资讯）

点评：

一、货币政策处于“偏松”区间仍将是主基调

虽然央行此次降准采取的是“定向”模式，同时市场在上中旬对6月降准预期较强，但考虑到最近两周市场对央行降准预期下降，更重要的是，与央行此次定向降准相伴随的降息并不在市场预期之中，因此央行此举明显超出市场预期。而从定向降准释放的流动性规模看，初步估计此次定向降准释放流动性约3000亿元。

实际利率仍处于历史高位、短期经济弱企稳基础仍不牢靠，是此次央行降准降息组合的宏观经济背景。尽管前几次央行的降准降息已经令实体经济利率出现了一定程度的下降，但目前实体经济面临的实际利率却仍然处于历史高位，严重阻碍了经济复苏回暖的力度。从中

微观的发电量和铁路货运量等数据可以看出，当前经济弱企稳的基础并不牢靠。因此，央行降准降息齐发，是当前政府稳增长加码的应有之义。

6月上中旬市场对央行降准本有较强预期，但降准迟迟未至、短期资金价格略有上升等迹象，令市场对货币政策宽松预期产生分歧。自去年四季度以来，市场对央行货币政策宽松已经形成较为稳定的预期。粗略看来，市场认为降准和降息交替进行会是央行货币政策放松的主要形式。在5月央行降息之后，结合当前经济增长形势以及地方债置换的现实要求，市场预期6月中央行会有一次降准。然而临近月底，非但市场的降准预期没有兑现，反而因为政府对积极财政政策的强调以及银行间市场资金价格的上升，导致市场上有关央行货币“转向”的讨论开始增加，扰乱了市场对利率走向的预期。

此次央行定向降准和降息有助于统一市场对货币政策取向的认识。可以预计，尽管央行货币政策放松的幅度和力度在边际上存在趋弱的可能，但在实体经济尚不具备持续性改善的情况下，货币政策处于“偏松”区间仍将是主基调。在市场对央行货币政策取向出现分歧的情况下，央行用定向降准和降息的方式再次明确货币政策的基本取向，这将有利于改善市场的流动性预期。

二、降准降息对股市有一定提振作用

近期股票市场大幅下挫一方面与市场对货币政策宽松预期出现分歧有关，更重要的，则是受监管层降股市杠杆的影响。进入6月后，A股依然保持较强的上升动能。6月12日，上证综指更创下5178的

高点，创业板指数也在月初调整后再次冲破 3900 点。不过自此之后，A 股走势急转直下。截至 6 月 26 日，创业板指数在最近两周已下跌逾 25%，上证综指也下跌约 20%。个股方面，前期市场人气股如中国中车、东方财富、乐视网等也都出现大幅下跌。市场如此大幅调整，一方面受到前述货币政策宽松预期未兑现影响，但更重要的则是 6 月中旬监管层清查场外配资的产物（6 月 12 日证监会新闻发布会就重申各证券公司不得通过网上证券交易接口，为任何机构和个人场外配资活动、非法证券业务提供便利。13 日，证监会微博再度发布题为《禁止证券公司为场外配资活动提供便利》的通知。）

央行超预期降准降息对股市应该有一定的提振作用，其传递出政府呵护牛市、倡导慢牛的态度料将对 A 股市场投资者情绪产生积极的支撑效果。考虑到降杠杆引发的股市下跌存在较强的自我强化机制，这种下跌对市场和投资者情绪的伤害极大。近期不少公募基金出现巨额赎回现象对资本市场的稳定就存在较大的负面影响。虽然央行降准降息更多与宏观经济基本面相关，但在此时点发布超预期的政策，还是传递出高层呵护牛市、倡导慢牛的基本态度，其在边际上应该为股市特别是投资者情绪修复带来积极效果。与此同时，考虑到近期股市回调部分受货币政策宽松预期未及时兑现影响，此次超预期的降准降息对股市也会有一定的直接提振作用。

三、A 股慢牛形成的概率将进一步加大

从中长期角度看，催生本轮 A 股牛市的基本逻辑并未发生根本变化。在监管层降杠杆得当的情况下，A 股慢牛形成的概率将进一步加

大。去年年中以来，A股整体走牛的基本逻辑主要有三：一是，市场利率下降；二是，居民大类资产配置向权益市场转移；三是，深化改革和经济结构转型令市场对未来中国经济基本面充满信心。就目前的情况看，这三个基本逻辑依然成立。第一，虽然去年以来国内无风险利率已经出现了一定程度下行，但在实际利率依然处于历史性高位的情况下，未来市场利率进一步下降仍有空间。第二，在国内金融资产投资渠道有限、房地产大拐点已经来临的情况下，股票类直接融资标的还将继续成为居民大类资产配置转移的最重要方向。第三，从当前政府反腐和改革推进的速度和质量看，中国政府积极推动改革的方向和决心均没有发生变化。未来中国经济很可能在转型改革下迎来新的增长动力。据此，我们维持A股中长期牛市仍是大概率事件的判断不变。而考虑到杠杆配资流行带来的股市短期过快上涨对股票市场稳定性构成了较大威胁、严重加剧了股市的投机氛围，所以在不出现系统性风险的前提下，监管层降杠杆对股市中长期慢牛格局形成其实是具有积极作用。

四、短期关注三类主题和行业机会

短期来看，股市很可能在震荡中缓步上行，国企改革、军工、航空、大金融等具有政策和基本面支撑的高安全边际行业将会受益。近期的市场大跌对投资者给予了较大的风险教育，在监管层对杠杆配资态度仍然谨慎的情况下，过去由杠杆催生的疯牛行情将难再现，股市在震荡中缓步上升的概率正在提高。在主题和行业选择方面，急跌过后市场对安全边际较高的行业主题的可能表现较好。具体地，一来，

那些具有明确改革和转型政策支持的主题行业，如国企改革、军工等将会逐渐受到市场追捧；二来，诸如航空等具有明确业绩成长的行业，以及银行、地产等低估值滞涨板块的吸引力也将提升；第三，成长转型类股票将出现分化，单纯炒概念和讲故事的股票吸引力将会明显降低，市场对优质成长股的筛选和甄别将会加强。

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