

2015-10-26

2015年10月23日央行降准降息点评

事件:

中国人民银行 10 月 23 日晚间宣布, 自 2015 年 10 月 24 日起, 下调金融机构人民币存贷款基准利率, 同时下调金融机构人民币存款准备金率。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。

解读:

此次降准降息总体未超市场预期。 在本月公布三季度和 9 月份宏观经济数据后, 市场对降准已有较强预期。特别是考虑到美联储 12 月可能加息, 同时 10 月底将召开五中全会, 市场认为五中全会前降准是大概率事件。据此, 此次降准符合市场预期。相比于降准而言, 虽然此前市场对央行再次降息的预期相对弱些, 但在广谱利率下降以及通缩风险抬头背景下, 市场对降息的预期也并未全无。因此总体看来, 此次双降未超市场预期。

经济增长疲弱、外汇占款继续下降是此次降准的主因, 其中降准补充基础货币缺口, 初步预计降准释放流动性 6000-7000 亿元。 通过观察央行历次调整准备金率政策的宏观环境可以发现, 央行是否降准与工业增加值增速具有较强的统计相关性(其与通胀走低的统计相关性并不显著)。因此从 9 月工业增加值、投资以及克强指数等经济数据的疲弱走势可以推断, 央行降准概率较大。不仅如此, 近期外汇占款继续下降、市场测算的银行超储率低于 2%, 也意味着央行需要通过降准来弥补基础货币缺口。初步估计, 此次央行全面降准和定向降准将释放 6000-7000 亿元的流动性。

通缩风险抬头, 打开央行降息空间。 此前市场对央行再次降息的预期相对偏弱, 主要是因为担心 CPI 会制约央行降息空间。不过近期猪价回落、粮食价格走

结论:

- 此次降准降息总体未超市场预期。经济增长疲弱、外汇占款继续下降是此次降准的主因，通缩风险抬头则是降息的主因
- 双降对实体经济的边际提振作用料将有限，未来降息降准仍有空间
- 双降对人民币汇率会有短期贬值冲击，但影响有限
- 双降对无风险利率下降、风险偏好修复均有一定利好，但其并不能改变市场风格

低、PPI 跌幅依然较大、前三季度 GDP 平减指数为-0.3%均表明，通缩才是实体经济的主要矛盾。这与央行对降息的表态相一致。

双降对实体经济的边际提振作用料将有限。此次降息之前央行已经放开了贷款下限和一年期以上的存款利率上限，此次降息又伴随着一年期以内存款利率上限的放开，所以央行此次降低的其实是一个已经放开的市场利率。为此，此次降息除了可能会对过去那些基于央行基准利率签订的企业存量债务合约以及不按照市场化要求制定利率水平的银行产生影响外，其对实体经济的影响应当有限。考虑到在存贷款利率均放开之后，市场的利率水平将由经济的流动性整体状况决定，降准的重要性已大于降息。但由于当前降准所释放的流动性很大程度上是用于对冲外汇占款下降，预计此次降准对经济增长的边际提振作用将较为有限。此外，虽然降息降准有助于降低无风险利率，但企业需要面对的风险溢价仍可能将维持在较高水平，这意味着实体经济面对的实际利率仍可能继续处于相对高位，从而继续抑制实体经济增长。

未来降息降准仍有空间。在实体经济弱势难改、外汇占款下降趋势未变的情况下，央行货币政策仍然需要通过降息降准配合积极财政等稳增长政策的贯彻落实。

此次双降对人民币汇率会有短期贬值冲击，但影响有限，短期人民币汇率仍将维持相对稳定。在短期国内经济基本面预期未发生改变的情况下，央行降息降准会加大人民币汇率的贬值压力。这从双降后CNH的走

势就可见一斑。不过考虑到811汇改后央行已经将人民币汇率维持在相对稳定的水平，同时目前市场对于国内经济在四季度短期企稳的预期有所提升、对美国经济的乐观情绪有所弱化，所以预计双降对人民币汇率的影响有限。四季度人民币汇率虽存在贬值压力，但仍将维持相对稳定。

双降对无风险利率下降、风险偏好修复均有一定利好，但并不能改变市场风格。从历次降息降准的股市表现来看，没有证据表明降息降准后股市的风格会发生切换——虽然基于2015年4月19日降准前后10个交易日的中信一级行业指数的表现，确实可以发现降准前涨幅较大的行业在降准后10个交易日表现跑输，但2015年5月10日降息前后10个交易日的中信一级行业指数表现却显示，降息前表现好的行业在降息后表现依然较好。此外8月25日双降前后各行业涨跌幅的相关性并不强(图1、图2、图3)。

附图：

图 1. 2015 年 4 月 19 日降准前后中信一级行业涨跌幅表现

2015年4月19日降准后10日涨幅

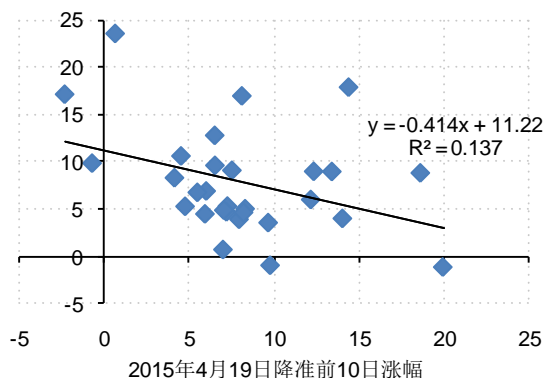


图 2. 2015 年 5 月 10 日降息前后中信一级行业涨跌幅表现

2015年5月10日降息后10日涨幅

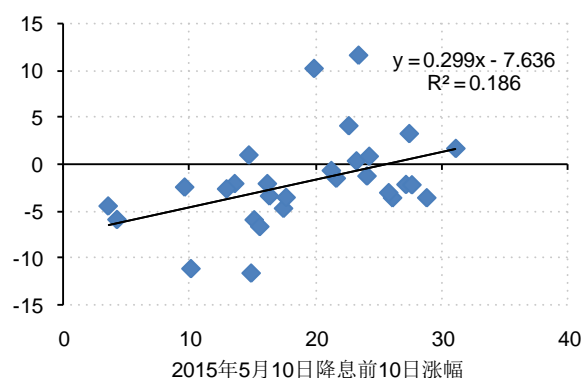
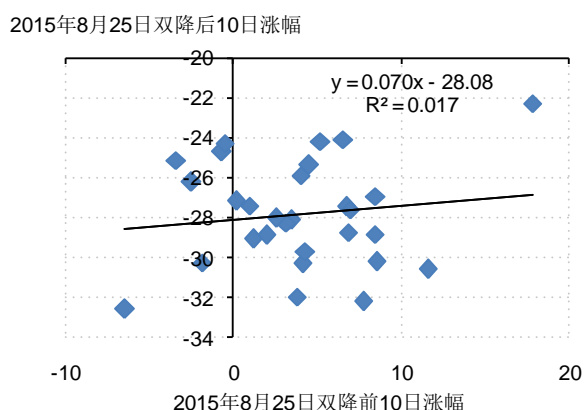


图 3. 2015 年 8 月 25 日双降前后中信一级行业涨跌幅表现



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 5 号新盛大厦 6-9 层

邮政编码：100140

客服热线：400-811-9999（免长途费）

公司网址：www.icbccs.com.cn