



首创宏观“茶”：

降准背景下债券在大类资产配置中占优

证券研究报告·宏观研究报告

2019年9月9日

——9月6日央行降准点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 9月6日，央行宣布于2019年9月16日下调金融机构存款准备金率。对此次降准，我们主要点评观点如下：
- 1、本次降准符合市场预期；
- 2、支持实体经济发展是本次降准的原因；
- 3、本次降准对宏观经济的影响路径包括数量与价格两方面；
- 4、一次降准难以逆转经济下行趋势；
- 5、降准背景下债券在大类资产配置占优。

事件：9月6日，中国人民银行决定于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司），再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。

点评：

对于9月6日央行宣布降准，我们的点评如下：

1、本次降准符合市场预期

8月31日国务院金稳委第七次会议提出“要加大宏观经济政策的逆周期调节力度”。9月4日国务院常务会议提出“及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”。在此背景下，9月6日（周五）央行宣布全面降准叠加定向降准，符合市场预期。此次全面降准释放资金约8000亿元，定向降准释放资金约1000亿元，共释放资金约9000亿元。考虑到政策流程十分顺畅，9月4日国常会还提到“加快落实降低实际利率水平的措施”，预计9月16日至9月19日央行大概率下调MLF利率：一是9月16日公布经济数据，预计工业增加值当月同比较前值有所反弹，但是幅度不会太大；二是9月19日凌晨美联储举行议息会议，大概率下调联邦基金利率；三是9月17日MLF到期2650亿元，续作时可能下调MLF利率；四是每月20日公布贷款市场报价利率。预计大概率下调MLF利率5-10个基点。

2、支持实体经济发展是本次降准的原因

央行有关负责人表示：降准支持实体经济发展。具体看，全面降准的政策考虑是支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，而定向降准的政策考虑是促进加大对小微、民营企业的支持力度。放在更广的背景下，此次降准的深层原因有两点：从国际上看，中美贸易摩擦尚未看到缓和迹象，全球经济增速大概率放缓；从国内看，经济下行压力加大，7月工业增加值当月同比超预期下行至4.8%的历史低位，城镇调查失业率超预期上行至5.3%的历史高位。

3、本次降准对宏观经济的影响路径包括数量与价格两方面

降准对宏观经济的影响路径有两个：一是数量路径，即通过降准推升M2增速以及社融增速，根据央行的说法，“有效增加金融机构支持实体经济的资金来源”，进而推动经济增长；二是价格路径，通过增加货币供给，在供求机制以及价格机制的作用下，压低资金价格，或者“降低银行资金成本每年约150亿元，通过银行传导可以降低贷款实际利率”。在以上两个途径的作用下，助力实体经济发展，进而推动宏观经济增长。

在数量方面，7月M2同比为8.1%，较前值下行0.4个百分点，7月社会融资规模存量同比为10.7%，较前值下行0.22个百分点。降准在理论上推升新增人民币贷款，但是应注意到，目前我国宽货币向宽信贷传导尚存障碍，货币政策传导渠道尚不畅通，主因是实体经济融资意愿不强，而商业银行惜贷现象严重，这也是国务院金稳委第七次会议提出“下大力气疏通货币政策传导”的原因之一。9月5日的全国金融形势通报和工作经验交流电视电话会议指出，“加大对实体经济特别是中小企业、民营企业信贷投放力度”，“加强内部管理，强化激励约束机制，鼓励担当、创新和风控，对真正支持实体经济的要加大奖励力

度”。

在价格方面，在央行改革完善 LPR 形成机制之后，银行贷款报价要更多参考 MLF 利率水平，考虑客户资质灵活加点，加点幅度则主要取决于各银行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。根据央行的说法，此次降准降低银行资金成本每年约 150 亿元，通过压低商业银行自身资金成本，压低加点幅度，这就为下调 LPR 报价创造了有利条件。

4、一次降准难以逆转经济下行趋势

应该看到，在短期之内，一次降准难以逆转经济下行趋势，且降准对宏观经济的作用存在滞后性，这就意味着 9 月 16 日启动的全面降准，对 3 季度宏观经济的利好有限，考虑到 9 月 1 日开始中美相互加征关税，预计 3 季度 GDP 增速有可能突破前低。从中期看，在中美贸易战的负面冲击下，出口增速承压，失业率上行，预计消费增速与制造业投资增速不会有太大改观，9 月 4 日国常会明确提出“专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域”，房地产领域保持严调控，基建投资领域责任约束边际放松，但是并没有完全消除。综上，中短期宏观经济压力犹存，一次性降准无法逆转该趋势。

5、降准背景下债券在大类资产配置占优

基于以上分析，在大类资产配置方面，我们认为：受实体经济增速下行，以及降准叠加后期降息的影响，人民币汇率短期之内面临一定贬值压力，但是考虑到美国经济增速同样承压，预计贬值压力有限；与人民币汇率相反，债券则受益于实体经济增速下行，以及降准叠加后期降息的“三击”，其价格大概率上行；短期之内，A 股大盘分母端受到降准降息的提振，以及基建投资与专项债的发力，叠加 70 周年大庆，会有较好表现，中期需要看是否有后续宏观政策的配合；黄金价格短期之内可能面临调整，但是黄金是全球定价，在全球经济增速下行，且风险因素加大的背景下，黄金长期看好。

分析师简介

王剑辉，宏观策略分析师，北京大学文学士，佛罗里达利恩大学商学院 MBA，15 年证券行业从业经验。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10250

