

宏观周报

降准之后还会降息吗？

■ 核心观点

第一，这次降准的主要逻辑在于：其一，短期经济下行压力加大，强化逆周期调控；其二，降低银行资金成本，有助于银行压缩 LPR 报价的加点幅度，从而降低贷款实际利率；其三，缓解银行间市场流动性分层，促进城市商业银行加大对小微、民营企业信贷支持；其四，结构性通胀、人民币汇率对货币政策宽松的掣肘有限。

第二，9 月 4 日的国常会以及 9 月 6 日的降准决定，标志着货币政策真正的转向宽松。

第三，在国内经济存在下行趋势、就业压力逐渐加大以及全球主要经济体纷纷降息的背景下，中国的 MLF 操作利率下行也是大势所趋。之前制约我国基准利率下调的主要因素是人民币汇率贬值压力加大和房地产价格进一步上涨，目前这两个约束因素都在弱化。

第四，但从利率并轨的角度来看，短期下调 MLF 利率的必要性似乎并不大。在 LPR 市场报价改革之后，央行更倾向于压缩商业银行的加点幅度而非下调 MLF 利率来降低贷款利率。事实上，本次央行之所以再次使用全面降准而非完全结构性降准的一个重要考量也是想通过降低商业银行的负债成本来压缩 LPR 报价的加点幅度，而且本次的降准本身也在降低在短期内下调 MLF 利率的必要性。

第五，至于短期的 OMO 公开市场操作利率，我们认为短期内下调的概率不大。这主要是由于在 LPR 报价改革之后，我国之前致力于修复的货币政策传导模式由“政策利率——货币市场利率——存款利率——商业银行整体负债成本——贷款利率”转为“MLF 利率——LPR 利率——贷款利率”，在新的货币政策传导模式中，短期 OMO 利率的重要性有所下降。短期公开市场操作利率将部分发挥防止债券市场加杠杆的功能，其波动性将会有所提高。

本周市场重点

本周人民银行决定于 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。除此之外，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。降准释放长期资金约 9000 亿元，其中全面降准释放资金约 8000 亿元，定向降准释放资金约 1000 亿元。这次降准的主要逻辑在于：其一，短期经济下行压力加大，强化逆周期调控；其二，降低银行资金成本每年约 150 亿元，有助于银行压缩 LPR 报价的加点幅度，从而降低贷款实际利率；其三，缓解银行间市场流动性分层，促进城市商业银行加大对小微、民营企业信贷支持；其四，结构性通胀、人民币汇率对货币政策宽松的掣肘有限。

今年以来我国货币政策调控的基调如下：1 季度我国货币政策保持稳健偏宽松态势，1 月份下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，银行间市场流动性较为充裕，DR007 多次低于利率走廊下限。随着 1 季度经济和金融数据的大幅好转，4 月份货币政策出现边际调整。央行一季度例会和一季度货币政策执行报告重提把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”。央行深夜对

降准进行辟谣，连续多日停止逆回购操作。随着三季度经济下行压力的增加，730 政治局会议表态政策的重心转向稳增长，市场开始对货币政策放松充满期待。8 月份 LPR 报价的市场化改革意味着央行倾向于通过改革的方式来降低实体经济融资成本，市场期待的大幅宽松并未出现。直至 9 月 4 日的国常会直接提到“及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”以及 9 月 6 日的降准决定，标志着货币政策真正的转向宽松。

降准之后市场更为关注是否还会进一步降息，尤其是在 9 月 17 日 MLF 到期 2650 亿、9 月 19 日美联储议息会议大概率将决定再次降息 25 个基点以及 9 月 20 日商业银行将会进行第二次 LPR 报价几个重要的窗口期前后。

我们认为在国内经济存在下行趋势、就业压力逐渐加大以及全球主要经济体纷纷降息的背景下，中国的 MLF 操作利率下行也是大势所趋。之前制约我国基准利率下调的主要因素是人民币汇率贬值压力加大和房地产价格进一步上涨，目前这两个约束因素都在弱化。一方面当前中美 10 年期国债收益率处于 150BP 左右的历史高位，人民币汇率在破 7 之后弹性也大幅增加；另一方面，LPR 报价改革后通过对 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 两个期限有助于央行采取结构性宽松，而且在房地产调控不断趋严的环境下，MLF 利率下调对房地产的影响较为有限。

但从利率并轨的角度来看，短期下调 MLF 利率的必要性并不大。年初两会期间易纲行长在回答政府工作报告中关于降低实际利率时明确表示，无风险利率在过去一年里明显下降，这有助于降低名义利率。导致小微企业和民营企业贷款利率高的因素，除了无风险利率，主要是风险溢价比较高造成的，所以这个贷款的实际利率还偏高，主要是怎么解决风险溢价比较高的问题。因此，在 LPR 市场报价改革之后，央行更倾向于压缩商业银行的加点幅度而非下调 MLF 利率来降低贷款利率。事实上，本次央行之所以再次使用全面降准而非完全结构性降准的一个重要考量也是想通过降低商业银行的负债成本来压缩 LPR 报价的加点幅度，而且本次的降准本身也在降低在短期内下调 MLF 利率的必要性。

至于短期的 OMO 公开市场操作利率，我们认为短期内下调的概率不大。这主要是由于在 LPR 报价改革之后，我国之前致力于修复的货币政策传导模式由“政策利率——货币市场利率——存款利率——商业银行整体负债成本——贷款利率”转为“MLF 利率——LPR 利率——贷款利率”，在新的货币政策传导模式中，短期 OMO 利率的重要性有所下降。短期公开市场操作利率将部分发挥防止债券市场加杠杆的功能，其波动性将会有所提高。

上周市场动态

■ 逆周期调控力度将增加

事件：9 月 4 日，国务院总理李克强 9 月 4 日主持召开国务院常务会议，部署精准施策加大力度做好“六稳”工作；确定加快地方政府专项债券发行使用的措施，带动有效投资支持补短板扩内需。今年限额内地方政府专项债券要确保 9 月底前全部发行完毕，10 月底前全部拨付到项目上，督促各地尽快形成实物工作量。另外，本次国常会还释放了降准信号。

点评：本次国常会对于专项债的要求主要是为了应对当前的经济形式：更趋复杂严峻的外部环境和面临下行压力的国内经济。希望通过发行专项债来为经济增加有效投资。而专项债发行期限的要求则是由于专项债预算对应的项目储备、预算下达、拨付项目使用见效都需要时间。就今年 1-8 月我国地方政府债的发行情况来看，其特点是发行进度加快、利率成本下降、债券期限延长并重点用于稳投资、补短板项目上。然而面对更加严峻的经济形式，确保专项债 10 月前拨付到项目上能够在明年产生效果，从而撬动更多资金，从而托底经济。鉴于本年额度要求于 9 月底发放完场，故四季度可能不会再有专项债发行。

■ 第十三轮中美经贸高级别磋商将于 10 月初在华盛顿举行

事件：9 月 5 日上午，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，双方同意 10 月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商，此前双方将保持密切沟通。工作层将于 9 月中旬开展认真磋商，为高级别磋商取得实质性进展做好充分准备。双方一致认为，应共同努力，采取实际行动，为磋商创造良好条件。

■ 海关总署公布 8 月份外贸数据

事件：2019 年 9 月 8 日，海关总署公布了 8 月份外贸数据：8 月份，我国出口同比增速-1.0%（前值 3.3%）；进口同比-5.6%（前值-5.3%）；贸易差额 348 亿美元（前值 446 亿美元）。

点评：综合 7、8 月份的平均出口增速为 1.15%，依然高于上半年的平均出口增速，在全球经济下行压力不断增加的背景下，7、8 月份整体的出口增速回升仍有抢出口因素的支撑，但这一支撑因素在逐渐减弱。对美国的出口增速下滑显著，是拖累出口增速的主导因素，一方面可能是受 7 月份“抢出口”对 8 月份出口的透支，另一方面可能是由于 5 月份对 2000 亿美元商品关税由 10%提升至 25%的负面效应逐渐显现。未来我国出口增速面临着多重不利因素的叠加：其一，全球经济下行压力进一步增大，美国经济也在边际恶化；其二，中美关税持续升级的负面影响逐渐显现；其三，前期“抢出口”的支撑因素逐渐减弱，并一定程度上透支了未来的出口需求。虽然近日我国人民币兑美元汇率出现了一定幅度的贬值，但不排除出口增速出现断崖式下降的风险。近日国内的逆周期调控政策逐渐加码，但考虑到本轮政策托而不举的特点，进口增速难以大幅反弹，大概率维持低位震荡。这意味着上半年净出口对经济的拉动在下半年将会显著减弱。

重要数据跟踪

图表1 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.8.30)	最新值分位	本周均值 (2019.8.26-30)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	2.64	91.0%	2.57	89.2%	-7.12	-5.80
R007	2.73	84.2%	2.73	83.7%	-15.65	-5.32
SHIBOR:3M	2.71	78.4%	2.70	78.1%	0.36	4.07
1 年期国债收益率	2.61	82.1%	2.62	82.0%	-0.24	1.80
10 年期国债收益率	3.02	69.9%	3.04	69.9%	-0.52	-0.36
1 年期国开债收益率	2.78	79.8%	2.78	79.2%	1.92	8.22
10 年期国开债收益率	3.45	72.6%	3.47	72.6%	4.17	3.83
美元兑人民币:中间价	7.09	73.0%	7.09	72.7%	0.10%	0.30%
美元指数	98.42	64.4%	98.64	63.1%	0.90%	1.30%

资料来源：WIND，平安证券研究所

报告作者:

证券分析师: 陈骁 投资咨询资格编号: S1060516070001 电话 (010-56800138) 邮箱 (CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN)

证券分析师: 魏伟 投资咨询资格编号: S1060513060001 电话 (021-38634015) 邮箱 (WEIWEI170@PINGAN.COM.CN)

研究助理: 郭子睿 一般从业资格编号: S1060118070054 电话 (010-56610360) 邮箱 (GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN)

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)

推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)

中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)

回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)

中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)

弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资或其发行的证券。

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_10272

