

## 央行降准点评

# 宽松如期而至，政策仍有空间

### ■ 核心摘要

1) 本次降准是对国常会明确提及要及时运用普遍降准和定向降准等政策工具的具体落实。8月份制造业 PMI 和高频数据显示短期经济下行压力有所增加。往后看，出口和固定资产投资是拖累经济下行的主导因素，经济下行压力的增加强化了逆周期调控政策加码的必要性，**我们预计年底前大概率还有一次降准操作。**

2) 从流动性来看，此次降准释放长期资金约 9000 亿元，具有三重功效：其一，对冲 9 月中旬税期、MLF 到期（9 月份 MLF 共到期 4415 亿）以及为金融机构提供充足流动性以降低专项债提前发行对流动性的冲击；其二，缓解银行间市场流动性分层；其三，为银行提供低成本长期资金，降低银行负债成本，有助于银行压缩 LPR 报价的加点，降低实体经济融资成本。

3) 结构性通胀不会成为货币政策宽松的掣肘。当前我国的核心 CPI 相对平稳且持续低于 2%，PPI 工业通缩压力不断增加，整体物价显示经济具有通缩压力。因此，仅凭猪肉价格大幅上涨带来的 CPI 结构性通胀未来不会制约货币政策的进一步宽松。

4) 降准不会显著增大人民币汇率的贬值压力。8 月份人民币兑美元汇率大幅贬值主要源于中美关税升级。从基本面来看，中美十年期国债利差处于高位、美元长周期牛熊的切换都会缓解人民币的贬值压力。但如果中美贸易摩擦再度进一步恶化，不排除人民币汇率大幅贬值的可能。

5) 降准对房地产价格的影响有限。在逆周期调控政策逐渐加码的同时，去杠杆防风险并未出现放松。往后看，房地产市场严调控仍将延续，并且房地产长效调控机制也会稳步推进，房地产价格难以出现大幅上涨。

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。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。

自 730 政治局会议以来重提“六稳”以来，我国宏观调控的政策重心再次转向稳增长，8 月份针对经济下行的逆周期调控政策密集出台，近期高层的政策表态和部署进一步体现逆周期调控不断加码。如 8 月 31 日，金融委第七次会议指出加大逆周期调节力度、做好支持地方专项债发行的相关工作；9 月 4 日国常会明确提及要及时运用普遍降准和定向降准等政策工具、提前下达明年专项债部分新增额度，全面做好“六稳”工作；9 月 5 日国务院金融委会议强调金融机构要一手抓服务实体经济，一手抓风险化解。就货币政策而言，近期高层表述也体现货币政策基调宽松力度逐渐加大。从 7 月 30 日政治局会议的“松紧适度”，到 8 月 2 日央行下半年工作电视会议的“预调微调”，再到 9 月 4 日国常会则直接提到“及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”，整体基调在逐步宽松。央行本次操作传递出如下几个信号：

1) 经济下行压力加大，逆周期调控政策有必要加码。8 月份制造业 PMI 在上月反弹之后再次转为回落，已经连续 4 个月位于荣枯线以下，短期经济下行压力有所加大。往后看，出口和固定资产投资是拖累经济下行的主导因素。随着全球经济的进

一步下行、美国对中国出口产品新征关税的负面影响逐步体现以及前期“抢出口”对需求的提前透支，出口增速未来可能会出现断崖式下滑。制造业投资受4月份增值税改革以及国家对民营企业一系列的支持政策，其增速已经连续三个月小幅回暖，但由于受总需求萎靡以及工业企业利润持续负增长的影响，未来难以大幅的反弹。房地产投资增速整体处于下行态势，但随着近期针对房地产企业融资(信托、贷款、海外债券等)监管的大幅收紧，房地产投资可能会超预期下行，8月份的土地市场成交和房屋销售高频数据显示其下行幅度有所扩大。基建投资是今年以来我国稳增长的重要抓手，但受地方政府隐性债务严监管的影响，基建投资增速只是呈现弱反弹，而且在7月份出现小幅回落。经济下行压力的加大，逆周期调控存在加码的必要，我们预计年底前大概率还有一次降准操作。

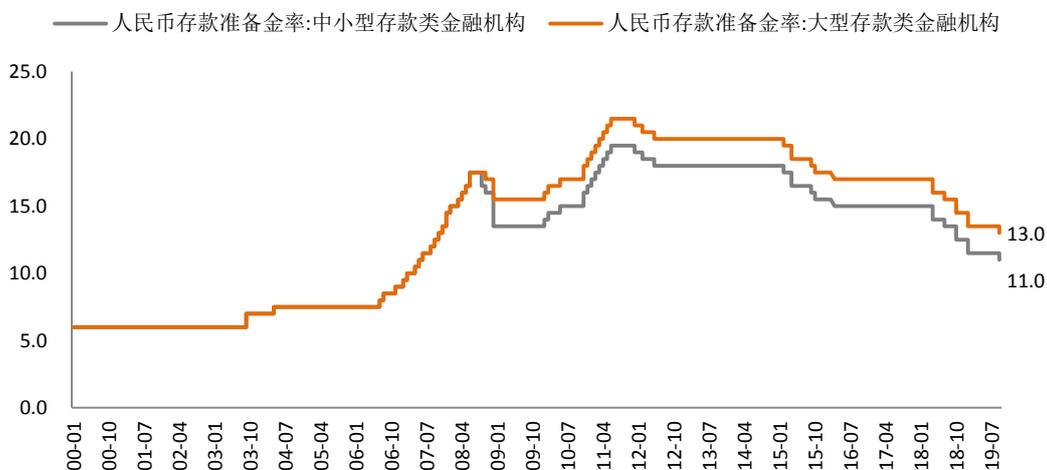
2)从流动性来看,此次降准释放长期资金约9000亿元,其中全面降准释放资金约8000亿元,定向降准释放资金约1000亿元,具有三重功效:其一,对冲9月中旬税期、MLF到期(9月份MLF共到期4415亿)以及为金融机构提供充足流动性降低专项债提前发行对流动性的冲击;其二,缓解银行间市场流动性分层。包商银行事件之后,银行间市场流动性分层加剧,虽然目前已经大幅缓和,但中小银行同业存单发行的信用利差依然较高;其三,为银行提供低成本长期资金,降低银行负债成本,有助于银行压缩LPR报价的加点,降低实体经济融资成本。

3)结构性通胀不会成为货币政策宽松的掣肘。今年以来我国CPI的上涨压力主要来自猪肉价格的大幅上涨,而非总需求的回升。我国的核心CPI相对平稳且持续低于2%,PPI工业通缩压力不断增加,衡量整体物价水平的GDP平减指数也处于低位,整体物价显示经济具有通缩压力。此外,随着我国冻储猪肉的投放以及一系列保障生猪供应政策的出台,未来猪肉价格的上涨有望趋稳,这有助于缓解CPI的上涨压力。因此,仅凭猪肉价格大幅上涨带来的CPI结构性通胀未来不会成为货币政策进一步宽松的掣肘。

4)降准不会显著增大人民币的贬值压力。随着7月底美联储开启降息周期以及人民币汇率在8月份打破7这个重要的心理关卡,人民币汇率对货币政策宽松的约束大大降低。虽然8月份人民币兑美元汇率出现大幅贬值,但主要原因在于特朗普突然对中国对美出口商品加征新一轮关税,而非经济基本面的变化。从基本面来看,中美10年期国债利差目前超过150个BP,处于历史高位;短期美元指数受英国脱欧不确定的影响可能会进一步上行,但从长周期来看,可能只是美元指数冲高的昙花一现,2019年可能是美元指数长周期发生牛熊切换的一年,这会降低人民币的贬值压力。但如果中美贸易摩擦再度进一步恶化,不排除人民币汇率大幅贬值的可能。

5)降准对房地产价格的影响有限。在逆周期调控政策逐渐加码的同时,去杠杆防风险并未出现放松。730政治局会议首次强调“不将房地产作为短期刺激经济的手段”,随后一系列限制房地产企业融资的政策密集出台,这也是8月份土地成交和房屋销售数据大幅下滑的主要原因。往后看,房地产市场严调控仍将延续,并且房地产长效调控机制也会稳步推进,房地产价格难以出现大幅上涨。

图表1 人民币存款准备金率变动



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（010-56800141）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±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±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。

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\\_10305](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10305)

