

2020年06月18日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

金融让利实体经济的深意

——6月17日国常会点评

相关报告

《5月份经济数据点评：冰火两重天的复苏》
——2020-06-15

《创业板注册制改革落地点评：机遇与风险并存》
——2020-06-15

《5月贸易数据点评：出口继续超预期但需关注后续压力》
——2020-06-07

《5月PMI数据点评：经济复苏仍在持续》
——2020-06-01

《为现代货币理论正名：财政赤字货币化是否可行？》
——2020-05-26

事件：

2020年6月17日，国常会要求采用降准、再贷款、引导市场利率下行等工具稳住基本盘，推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元。确保新增金融资金主要流向制造业、一般服务业尤其是中小微企业，我们认为政策出台不仅仅有舒缓疫情对企业冲击的作用，还有减税和收入分配再调节的作用。

投资要点：

- **降低信贷利率可能是向非金融部门转移利益的主要方式。**从具体的政策安排上来看，我们预计降准会很快落地，央行还会通过再贷款等政策工具直接给银行成本低廉的资金方便银行对外提供贷款，从“引导市场利率下行”等表述来看，也可能会引导LPR利率下行。

在中国的利率双轨制仍然很大程度存在的情况下，降准更多的是对冲近期国债、特别国债以及其它债券发行的压力，还是会重新趋势性压低货币市场短端利率以重新放松银行间市场流动性有待于观察。我们更倾向于认为主要起对冲作用（《中国特色扭曲操作》5月31日）。

但是比较确定的是在双轨制的另一轨上——存贷款市场——的利率会明显下行。如果从金融体系让利的角度考虑，存款基准利率下调的概率在下降（否则就是居民给企业让利了），MLF不动直接调降LPR利率的可能性在上升（直接压缩银行利差）。

- **利益如何再分配？**毫无疑问，金融体系——特别是银行和中央银行——的利润会下降，这一部分利润会通过贷款利率的下行直接向企业部门传导（考虑到房贷下行的空间可能比较小，个人直接获益有限）。但是企业部门获益之后，仍然可能通过降低产品服务价格、增加工资奖金发放、以及税收上缴把利益向社会其它部门传导。企业部门的直接获益肯定不足1.5万亿。

对于股票市场而言，银行板块基本面肯定会受到一定冲击，但是其它部门特别是贷款负债成本较高的行业有望直接获益。

- **利益再分配的深层含义。**政策出台除了在疫情冲击之下直接救助企

业特别是中小微企业之外，还有减税、收入再分配的含义。

一方面，利益在公共部门和私人部门之间进行了再分配。在我国，最广义的财政收入还应该包括国有企业(含国有金融企业)的利润，由于金融体系国有企业是主导的，金融体系利润的转移具有非常明显的减税效应——当然，一些减税的利益转移会通过非金融国企利润的提高重新回到公共部门——但整体而言居民和非国有企业部门会有所获益，对于促进消费、改善民营企业的投资具有积极作用。

另一方面，金融让利于实体经济也有助于改善我国收入分配的失衡。从资金流量表的一些数据来看，中国居民、政府、企业可支配收入在 GDP 中的占比大致是 60: 21: 19。与日本韩国在相应的发展阶段相比，企业部门可支配收入的占比偏高，是造成中国投资过度、消费不足的重要原因之一(《如何摆脱房地产投资依赖》2019 年 10 月 29 日)。而企业部门占比偏高的主要原因就是金融地产特别是银行部门的利润偏高。适当的让银行让利也有助于改善中国宏观层面的收入分配。

风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，疫情持续恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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_4431

