

## 证券分析师

陆兴元

资格编号: S0120518020001

电话: 021-68761616

## 联系人

赵梧凡

电话: 021-68761616-6319

邮箱: zhaowf@tebon.com.cn

## 相关研究

## 宽松周期重启，中国要不要跟

——宏观周报（09.09~09.15）

## 摘要：

- **主题评论：宽松周期重启，中国要不要跟**
- **欧央行宣布降息，首次启用两级分层利率系统。**9月12日欧央行利率决议会议宣布将存款便利利率从-0.4%下调至-0.5%，为2016年3月以来首次降息。同时此次降息也是欧央行第一次使用两级分层利率系统，银行超额流动性在对应的豁免额度以内的按照MRO（0%）计息，超过部分惩罚性计息（目前为-0.5%），豁免额度一般为法定准备金的固定倍数；
- **欧央行重启QE，欧洲经济下行难改善。**欧央行宣布维持主要再融资利率和边际贷款利率维持0%和0.25%的水平不变。除此之外，欧央行再次宣布开启QE。尽管此次欧央行的购买规模大幅小于此前2015年。但此次购买是无限期的，也就意味着只要欧洲经济需要，那么这次的宽松将会无期限的延续。欧洲目前经济表现依旧是在历史地位。欧元区二季度GDP环比仅增长0.2%，较一季度减半，同比也仅增长1.2%，为2014年二季度以来的低位。对于未来经济增长前景，欧央行也不容乐观。欧央行将2019年和2020年经济增速预期分别下调至1.1%和1.2%；
- **中国目前降息需求并不迫切，同时通胀处在历史高位也将制约中国进行降息。**我们认为，目前中国降息需求并不迫切。从本周公布的社融数据我们可以看到，8月份社会融资规模增量为1.98万亿元，较上月大幅反弹。目前的M2增速我们认为与名义GDP增速较为匹配。在这种情况下，央行只需要维持目前的货币政策，并没有降息的迫切需求。同时，国内的通胀水平依旧处在高位，并且未来猪肉价格可能还会持续飙升，CPI很有可能在年内突破3%的目标水平。因此我们认为通胀水平也制约着国内货币政策的宽松。
- **本周大类资产走势回顾：**全球股市回暖，A股领涨。股市：本周全球股市回暖，道琼斯指数上涨1.5%。A股领涨，大幅上涨3.9%。利率：随着美国新公布数据超预期，美债上行（35BP），中国十年期国债收益率也小幅上行（7.03BP）；汇率：美元指数下跌（0.22%）；人民币本周小幅上涨（0.01%）；商品：原油价格下跌4.26%，最新报价59.15美元/桶；黄金价格最新报价1499.5美元/盎司，小幅回落1.06%。
- **国内外重点事件追踪。**
- **国内：**国家外汇管理局10日发布消息，经国务院批准，国家外汇管理局决定取消QFII和RQFII投资额度限制。这标志着我国金融对外开放更进一步；9月8日海关总署公布了8月进出口贸易数据。以美元计，中国8月出口同比增速-1.0%，前值3.3%，低于市场预期2.0%，8月出口环比增速为-0.9%。以美元计，8月进口同比增速-5.6%，前值-5.6%，高于市场预期-6.5%。
- **海外：**9月12日，特朗普发表推特称作为善意的一种姿态，把原本10月1号上调对2500亿美元的中国商品关税（25%到30%），推迟到10月15号。特朗普此番举动为接下来要举行的中美第十三轮谈判释放了积极信号；9月14日，全球最大石油企业沙特阿美两处重要石油设施受到无人机攻击，造成沙特石油生产能力暂时被削减一半，全球石油价格或将飙升10%。
- **下周重点关注。**中国8月主要经济数据与美联储9月议息会议。
- **风险提示：**政策不及预期，全球经济失速下行

## 目 录

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| 1. 主题评论：宽松周期重启，中国要不要跟.....       | 4 |
| 2. 大类资产走势回顾.....                 | 6 |
| 2.1 股债：全球股市回暖，A股领涨.....          | 6 |
| 2.2 汇率：人民币、美元走势分化.....           | 7 |
| 2.3 商品：黄金原油价格双双回落.....           | 7 |
| 3. 国内外重点事件跟踪回顾.....              | 7 |
| 3.1 国内跟踪.....                    | 7 |
| 3.1.1 外汇局取消QFII、RQFII投资额度限制..... | 7 |
| 3.1.2 8月进出口增速将继续承压.....          | 8 |
| 3.2 海外跟踪.....                    | 8 |
| 3.2.1 中美贸易战新进展，特朗普释放积极信号.....    | 8 |
| 3.2.2 沙特石油设施遇袭产量减半 国际油价可能飙升..... | 8 |
| 4. 下周重要财经数据和事件.....              | 8 |
| 下周重点关注中国8月主要经济数据与美联储9月议息会议。..... | 8 |

## 图表目录

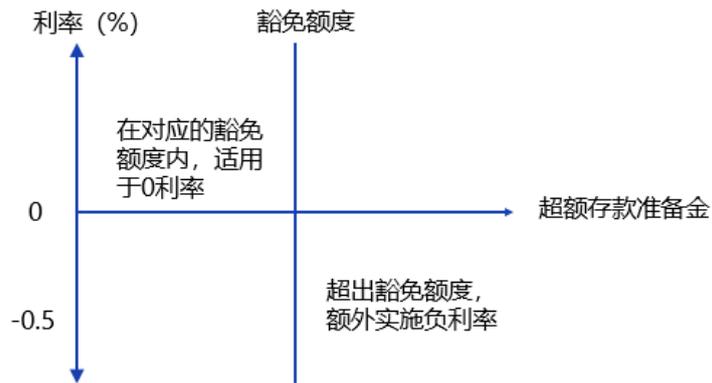
|                          |   |
|--------------------------|---|
| 图 1 两级分层利率.....          | 4 |
| 图 2 欧元区 GDP.....         | 4 |
| 图 3 欧元区 PMI.....         | 4 |
| 图 4 欧元区 CPI.....         | 5 |
| 图 5 社会融资规模及同比多增（亿元）..... | 6 |
| 图 6 M2 和 M1 同比增速（%）..... | 6 |
| 图 7 CPI 当月同比（%）.....     | 6 |
| 图 8 猪肉价格.....            | 6 |
| 图 9 全球主要指数涨跌幅.....       | 6 |
| 图 10 中美日欧国债收益率变动.....    | 6 |
| 图 11 汇率变动.....           | 7 |
| 图 12 布伦特原油活跃期货收盘价.....   | 7 |
| 图 13 黄金价格.....           | 7 |
| 表 1 下周重要财经数据和事件.....     | 7 |

## 1. 主题评论：宽松周期重启，中国要不要跟

9月12日欧央行利率决议会议宣布将存款便利利率从-0.4%下调至-0.5%，为2016年3月以来首次降息。

同时此次降息也是欧央行第一次使用两级分层利率系统，银行超额流动性在对应的豁免额度以内的按照MRO（0%）计息，超过部分惩罚性计息（目前为-0.5%），豁免额度一般为法定准备金的固定倍数。目前欧央行暂未公布豁免额度的大小，但承诺会根据过剩流动性的规模调整并适时公布。

图1 两级分层利率



资料来源：德邦研究所

在再融资利率及贷款便利利率方面，欧央行宣布维持主要再融资利率和边际贷款利率维持0%和0.25%的水平不变。除此之外，欧央行再次宣布开启QE。从2019年11月1日起，欧央行将以每月200亿欧元的规模重新开始净购买资产，持续时间视政策基准利率的宽松效果而定。同时只要有需要将继续保持债券再投资。另外，此次TLTRO III操作中取消了10bp的上调，最高设定为MRO利率，最低为存款利率，伴随着存款利率的下调，新的利率区间也下移至-0.5%-0%。此外，TLTRO III期限将从两年延长到三年，这一较长期限与用于投资项目的银行贷款期限更为一致。

尽管此次欧央行的购买规模大幅小于此前2015年的600亿欧元每月。但此次购买是无限期的，也就意味着只要欧洲经济需要，那么这次的宽松将会无期限的延续。同时，这一次下调TLTRO III的利率，也表明此次宽松超出了市场的预期。

欧洲经济是否需要如此强的刺激？我们答案是肯定的。欧洲目前经济表现依旧是在历史地位。欧元区二季度GDP环比仅增长0.2%，较一季度减半，同比也仅增长1.2%，为2014年二季度以来的低位。对于未来经济增长前景，欧央行也不容乐观。欧央行将2019年和2020年经济增速预期分别下调至1.1%和1.2%。

图2 欧元区 GDP



资料来源：WIND,德邦研究所

图3 欧元区 PMI



资料来源：WIND,德邦研究所

同时，除了下行的经济，持续低迷的欧洲通胀水平也在困扰欧央行。欧元区8月

CPI 同比上涨 1%，持续 2 个月为 1%，远不及欧央行设定的 2% 的目标。在欧央行的会议上，欧央行理事会预期欧洲央行的关键利率将保持在目前或更低的水平，直到确保欧元区通胀率中期内持续趋同至低于但接近 2% 的水平。但我们预计这将很难达成。

图 4 欧元区 CPI



资料来源：WIND, 德邦研究所

随着欧央行的降息，这标志着全球大型经济体纷纷转鸽。而在下周，9 月 18 日美联储即将召开 9 月议息会议。目前市场预测，美联储降息 25bp 的概率已经高达 100%。

全球经济体货币政策转向宽松，而中国上周刚刚进行了降准，根据央行公告降准分为两部分，一是全面降准，向除财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司以外的金融机构，下调准备金 0.5 个百分点，共计释放资金 8000 亿元。二是定向降准，向仅在省级行政区域内经营的城市商业银行下调准备金 1 个点，分两次实施，共计将释放资金 1000 亿元。

表 1 历次降准比较

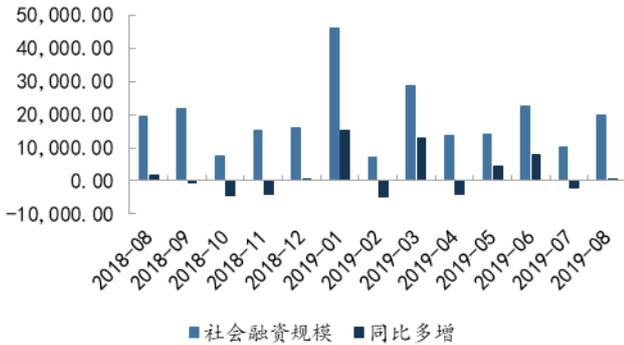
| 公告日        | 实施日        | 降准类型 | 降准幅度    | 净释放资金 (亿元) | 主要目的             |
|------------|------------|------|---------|------------|------------------|
| 2018-04-17 | 2018-04-25 | 定向   | 0.01    | 4000       | 小微企业贷款投放         |
| 2018-06-24 | 2018-07-05 | 定向   | 0.005   | 7000       | “债转股”与小微企业贷款投放   |
| 2018-10-07 | 2018-10-15 | 定向   | 0.01    | 7500       | 优化流动性，服务实体经济     |
| 2019-01-04 | 2019-01-15 | 全面   | 0.005   | 8000       | 对冲春节流动性波动，支持小微企业 |
|            | 2019-01-25 | 全面   | 0.005   |            |                  |
| 2019-05-06 | 2019-05-15 | 结构性  | 统一执行 8% | 2800       | 全部用于发放民营和小微企业贷款  |
|            | 2019-06-17 | 结构性  |         |            |                  |
|            | 2019-07-15 | 结构性  |         |            |                  |
| 2019-09-06 | 2019-09-16 | 全面   | 0.005   | 9000       | 降低社会融资成本         |
|            | 2019-10-15 | 定向   | 0.005   |            |                  |
|            | 2019-11-15 | 定向   | 0.005   |            |                  |

资料来源：央行，德邦研究所

此次降准可以说是打消了短期降息的可能。那么面对全球降息潮，中国要不要跟随降息。我们认为，目前中国降息需求并不迫切。从本周公布的社融数据我们可以看到，8 月份社会融资规模增量为 1.98 万亿元，比上年同期增加 376 亿元，与上月相比增加 9688 亿元，大幅反弹。其中，新增贷款增长较大，本月对实体经济发放的人民币贷款增加 1.3 万亿元，较上月增加 4913 亿元。本月企业债券融资继续修复，企业债券净融资 3041 亿元，较上月增加 801 亿元。可以看到，目前市场流动性相对充裕，社融增速也处在一个相对稳定的区间。

同时，8 月 M2 同比增长 8.2%，增速比上月末提升 0.1 个百分点，与去年同期持平。目前的 M2 增速我们认为与名义 GDP 增速较为匹配。在这种情况下，央行只需要维持目前的货币政策，并没有降息的迫切需求。

图 5 社会融资规模及同比多增 (亿元)



资料来源：WIND, 德邦研究所

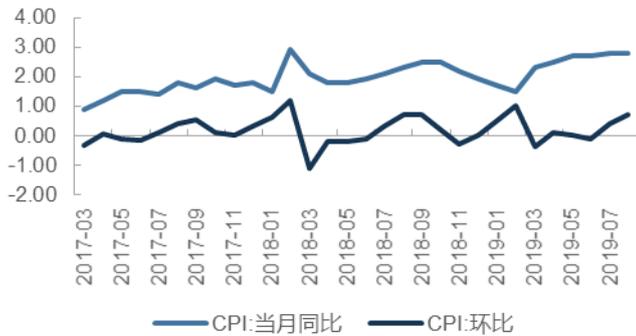
图 6 M2 和 M1 同比增速 (%)



资料来源：WIND, 德邦研究所

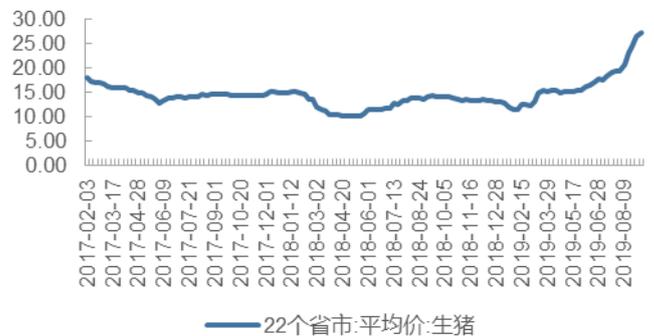
同时，国内的通胀水平依旧处在高位，并且未来猪肉价格可能还会持续飙升，从而推动 CPI 上涨。CPI 很有可能在年内突破 3% 的目标水平。因此我们认为通胀水平也制约着国内货币政策的宽松。

图 7 CPI 当月同比 (%)



资料来源：WIND, 德邦研究所

图 8 猪肉价格



资料来源：WIND, 德邦研究所

展望未来，我们认为目前中国的货币政策还将维持一段时间，短期并不会因为外部环境的宽松而发生改变。之后政策走向还需要继续观察实体经济和工业企业利润是否改善。

## 2. 大类资产走势回顾

### 2.1 股债：全球股市回暖，A 股领涨

- 1) 股市：本周全球股市回暖，道琼斯指数上涨 1.5%。A 股领涨，大幅上涨 3.9%。

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\\_10120](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10120)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>