

证券研究报告 / 宏观数据

量价相得益彰，股债双牛延续——央行 9 月降准点评

报告摘要：

央行决定于 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，并于 10 月 15 日和 11 月 15 日分别进行两次定向降准。其中全面降准释放资金约 8000 亿，定向降准释放资金约 1000 亿。

为何选择在这个时点降准？第一，7 月份 CPI 将为年中高点，根据我们模型测算，8、9、10 月份 CPI 应处于下行趋势；同时 PPI 已经出现通缩迹象，给货币政策创造了宽松的空间。而 10 月份之后 CPI 会再度迅速抬升，所以当前是降准最好的窗口期。第二，8 月份中美经贸摩擦不断升级，影响国内企业和投资者对未来的信心；中美将于 10 月份举行第 13 轮磋商，当前的空档期内实施降准对稳定市场信心有较强意义。第三，中国经济下行压力仍大，此时降准体现出政府“稳增长”的意图。第四，全球货币政策转向宽松，美联储 7 月降息之后，9 月大概率继续降息。人民币汇率不再守“7”，也使得货币政策空间更大。第五，70 周年国庆即将来临，此时降准也有助于提振企业和市场情绪，活跃市场气氛。

此次降准力度较大，如果降准不影响 MLF 续作，则此番降准释放的资金量高于 1 月降准。

在 8 月份 LPR 改制之后，市场利率先行小幅下降，此次降准则是从“价”到“量”的延伸。与央行对 1 月份降准表述不同的是，此次降准提到了“通过银行传导可以降低贷款实际利率。”我们认为此次降准是为了配合 LPR 改制的又一步棋，从量和价上同时加强对小微、民企的支持力度。不排除后续还有降低市场实际利率的可能性，未来 MLF 利率有望降低。

降准之后股债双牛有望延续。历史统计数据显示，央行启动降准后股市涨多跌少。当前宏观环境与 1 月份有一定相似性，逆周期调节政策力度加大，且中美摩擦出现阶段缓和。在 10 月份中美开展新一轮磋商前，出现“黑天鹅”的概率不大。且在国内 70 周年国庆、四中全会的预期之下，市场将维持较好的情绪氛围。



相关报告

《数说特朗普当前处境及未来行动演绎》
(20190903)

《8 月 PMI 数据点评：制造业景气度小幅回落，关注贸易谈判后续进展》(20190902)

《全球经济走弱，货币宽松，美元指数下行——2019 年海外宏观中期展望》(20190625)

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目 录

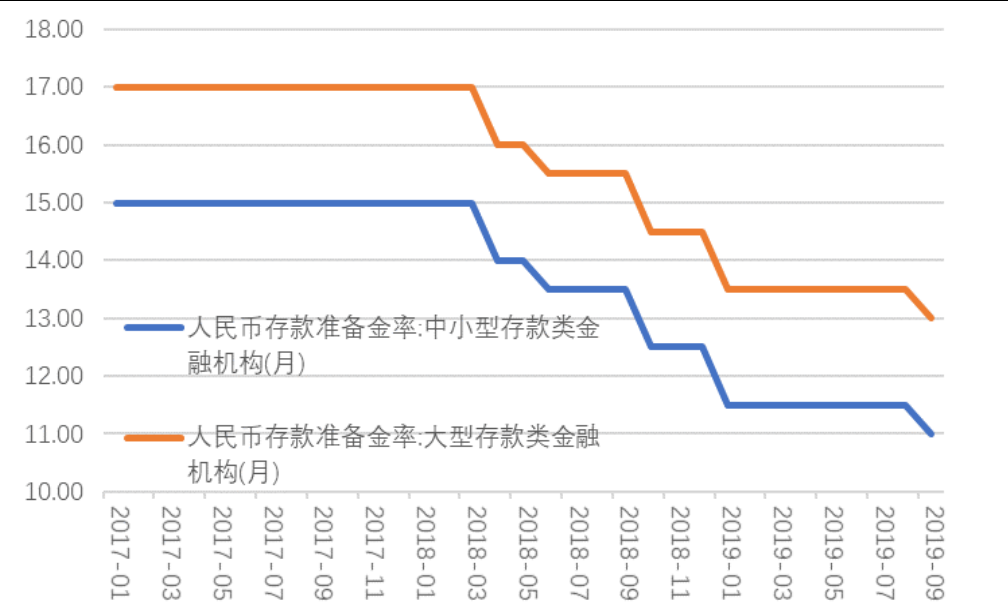
1. 全面降准如期而至	3
2. 为何选在此时点降准?	3
3. 本次降准力度较大	5
4. 从“价”到“量”的延伸，股债双牛有望延续	6

图 1: 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	3
图 2: 8、9、10 月份 CPI 将处于下行趋势	4
图 3: PPI 出现通缩迹象	4
图 4: 7 月经济数据全面不及预期	4
图 5: 8 月制造业 PMI 下行	4
图 6: 美国 9 月大概率降息	5
图 7: 市场预期美国全年大概率降息	5
表 1: 去年以来历次降准比较	5
表 2: 2015 年历次降准对上证综指的影响	6

1. 全面降准如期而至

央行决定于 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），并于 10 月 15 日和 11 月 15 日分别进行两次定向降准。其中全面降准释放资金约 8000 亿，定向降准释放资金约 1000 亿。此前金委会提出加大逆周期政策调控力度，国常会提到“坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”，而今全面降准如期而至，可以对冲 9 月中旬税期（9 月非缴税旺季），此外，央行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 1 个百分点的存款准备金率，这可以进一步加强对小微、民企的支持力度。

图 1：2019 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



数据来源：东北证券，Wind

2. 为何选在此时点降准？

央行为何选择在这个时点降准？我们认为主要有三个原因：

第一，7 月份 CPI 将为年中高点，根据我们模型测算，8、9、10 月份 CPI 应处于下行趋势，在减税中性情景下，CPI 10 月会降至 2.2%；同时 PPI 已经出现通缩迹象，7 月 PPI 同比下降 0.3%，为 2016 年 9 月以来首次增长为负，目前给货币政策创造了宽松的空间。而 10 月份之后 CPI 会再度迅速抬升，保守预测年底可达 3%，所以当前是降准最好的窗口期。

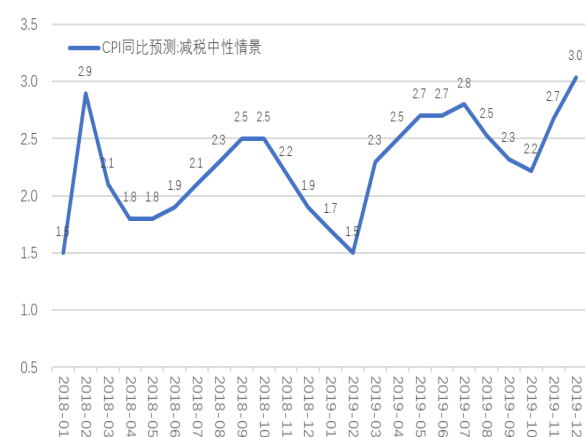
第二，8 月份中美经贸摩擦不断升级，影响国内企业和投资者对未来的信心；中美将于 10 月份举行第 13 轮磋商，当前的空档期内实施降准对稳定市场信心有较强意义。

第三，中国经济下行压力仍大，7月份经济全面不及预期，其中7月固定资产投资累计同比、社会消费品零售总额同比和社会融资规模都低于前值并且不及预期；中国8月制造业PMI录得49.5%，低于上月0.2个百分点，制造业景气度小幅回落，仍处于荣枯线以下。此时降准体现出政府“稳增长”的意图。

四，全球货币政策转向宽松，美联储7月降息之后，9月大概率继续降息。人民币汇率不再守“7”，也使得货币政策空间更大。

第五，70周年国庆即将来临，此时降准也有助于提振企业和市场情绪，活跃市场气氛。

图 2：8、9、10 月份 CPI 将处于下行趋势



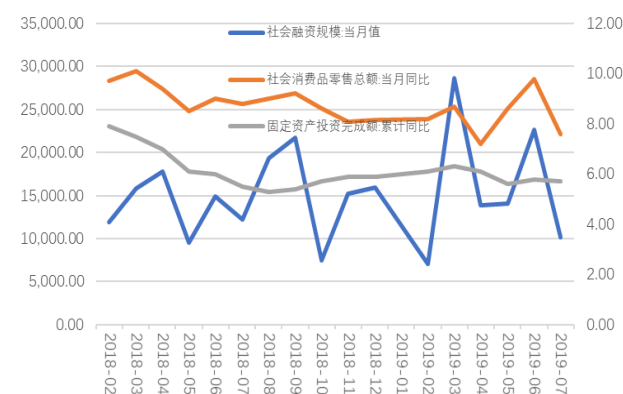
数据来源：东北证券测算

图 3：PPI 出现通缩迹象



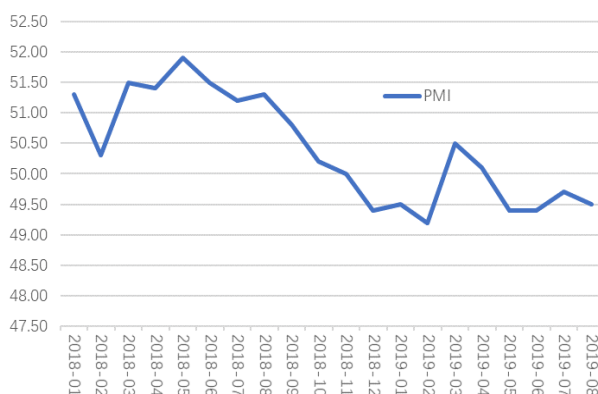
数据来源：东北证券，Wind

图 4：7 月经济数据全面不及预期



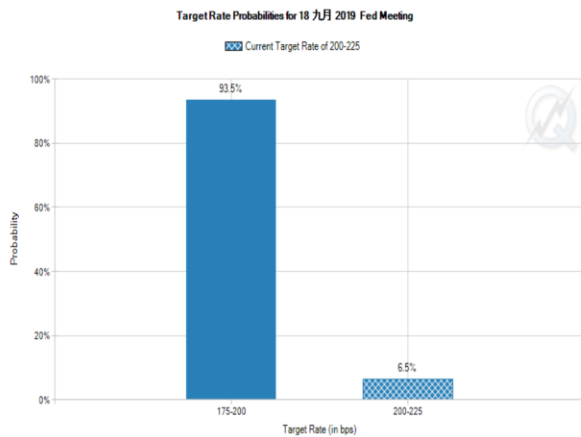
数据来源：东北证券，Wind

图 5：8 月制造业 PMI 下行



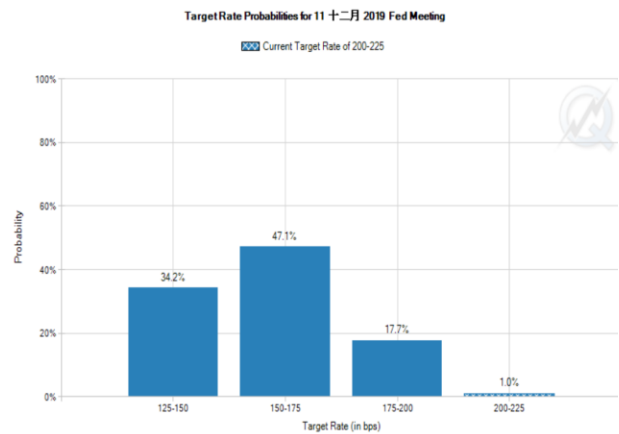
数据来源：东北证券，Wind

图 6: 美国 9 月大概率降息



数据来源: 东北证券, CME Group

图 7: 市场预期美国全年大概率降息



数据来源: 东北证券, CME Group

3. 本次降准力度较大

与 1 月份的降准相比, 1 月份连续降准两次, 投放资金 1.5 万亿, 但一季度 MLF 不再续作, 故净投放资金为 8000 亿。与 1 月份央行公告中明示 MLF 不再续作不同, 此次降准 8000+1000 亿的同时, 并未提及 MLF 后续方案。9 月 7 日、9 月 17 日分别有 1765 亿元和 2650 亿元 1 年期 MLF 到期, 如果降准不影响 MLF 续作, 则此番降准释放的资金量高于 1 月降准。

表 1: 去年以来历次降准比较

降准时间	降准内容	净投放货币量	降准类型
2018.1.25	普惠金融定向降准 0.5 个百分点	4500 亿	定向降准
2018.4.25	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点	4000 亿	定向降准
2018.7.5	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、邮储银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点	7000 亿	定向降准
2018.10.15	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点	7500 亿	定向降准
2019.1.15	全面降低金融机构存款准备金率 0.5 个百分点	与 1 月 25 日合计净投放 8000 亿	全面降准
2019.1.25	全面降低金融机构存款准备金率 0.5 个百分点	与 1 月 15 日合计净投放 8000 亿	全面降准
2019.9.16	全面降低金融机构存款准备金率 0.5 个百分点	与 10 月 15 日和 11 月 15 日降准 8000+1000 亿, MLF 后续方案未知	全面降准

数据来源: 东北证券整理

4. 从“价”到“量”的延伸，股债双牛有望延续

在 8 月份 LPR 改制之后，市场利率先行小幅下降，此次降准则是从“价”到“量”的延伸。与央行对 1 月份降准表述不同的是，此次降准提到了“通过银行传导可以降低贷款实际利率。”我们认为此次降准是为了配合 LPR 改制的又一步棋，从量和价上同时加强对小微、民企的支持力度。不排除后续还有降低市场实际利率的可能性，未来 MLF 利率有望降低。

降准之后股债双牛有望延续。历史统计数据显示，央行启动降准后股市涨多跌少，2015 年以来历次降准一个月后三大股指出现了 8 次上涨，3 次下跌。当前宏观环境与 1 月份有一定相似性，逆周期调节政策力度加大，且中美摩擦出现阶段缓和。在 10 月份中美开展新一轮磋商前，出现“黑天鹅”的概率不大。我们在《数说特朗普当前处境及未来行动演绎》中的分析表明，在大选的巨大压力之下，特朗普很难让中美谈判彻底破裂，外部环境不必过于悲观。且在国内 70 周年国庆、四中全会的预期之下，市场将维持较好的情绪氛围。

表 2：2015 年历次降准对上证综指的影响

降准时间	上证综指（一周后）	上证综指（一个月）	上证综指（三个月）
2015.2.5	1.18%	5.37%	37.5%
2015.4.20	7.36%	5.49%	-6.43%
2015.6.28	-12.07%	-6.51%	-25.04%
2015.8.26	7.96%	0.56%	11.44%
2015.10.24	-0.88%	6.01%	-19.82%
2018.1.25	-2.86%	-6.42%	-13.58%
2018.4.25	-1.18%	2.16%	-6.27%
2018.7.5	3.8%	-1.53%	-1.12%
2018.10.15	3.38%	5.21%	0.95%
2019.1.15	0.36%	4.36%	26.58%
2019.1.25	0.63%	13.24%	18.85%

数据来源：东北证券整理

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_10255

