央行降准点评

利好六稳

此次降准释放资金约 9,000 亿，有助平稳度过 9 月底流动性敏感时点；未来仍需关注积极的财政政策和稳健的货币政策的配合。

- **1. 释放资金，稳渡季末：**此次降准释放长期资金约 9,000 亿元，9 月内公开市场将有 4,815 亿资金到期回笼，我们认为：一是到期的 MLF 央行将续作，但续作的规模将视银行到时的需求而定，二是若续作 MLF，央行是否就此次国务院常务会议指出的“降低贷款实际利率”，对 MLF 利率进行调整。
- **2. 下行压力见大，支持经济增长：**我们测算今年实际 GDP 全年同比增速需要维持在 6.2%的水平上，但目前稳增长压力将有所上升。财政政策方面已经部署了提前下达明年地方政府专项债额度的事宜，预计或将对基建投资增速有所提振；此次降准作为货币政策的重要调整，预计将进一步为维持经济增速稳定提供良好的货币环境和流动性环境。
- **3. 先紧地产再放货币，目标引流实体经济：**从房地产融资政策收紧的结果来看，截至 2019 年 7 月房地产投资资金来源同比增速 7%，较 4 月的高点 8.9%明显回落，同时社融中企业中长期贷款稳中向好。
- **4. 全球货币宽松，中国不落下风：**此次央行降准，一定程度上也是跟随全球货币政策的调整。此次降准之后，预计人民币汇率或将继续面临考验。但市场已经普遍预期 9 月底之前美联储仍将降息 25BP，因此央行此次降准带有一定的防御性和预调在内。
- **5. 积极的财政政策和稳健的货币政策，两手都要硬：**我们维持此前的观点，在全球范围内，综合来看各国经济增长和通货膨胀的情况，中国目前处于相对优势当中，因此未来重要的是做好自己的事。从国内政策导向来看，一来是继续加大开放，包括扩大自贸区政策范围和加快资本市场对外开放，二来是深化改革。与此同时，需要积极的财政政策和稳健的货币政策为改革和开放创造较好的外部环境，因此我们认为未来需要密切关注积极的财政政策对基建投资和制造业转型升级的拉动，以及稳健的货币政策在内外部平衡较好的流动性环境和合理的人民币汇率水平。
- **风险提示：**全球经济数据不达预期；国内通胀超预期上行。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

张晓娇
(8621)2032 8517
xiaojiao.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

2019 年 9 月 6 日，中国人民银行宣布于 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）。在此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，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。

1. 释放资金，稳渡季末

从央行的表态来看，此次降准释放长期资金约 9,000 亿元，其中全面降准释放资金约 8,000 亿元，定向降准释放资金约 1,000 亿元，同时此次降准与 9 月中旬税期形成对冲，银行体系流动性总量仍将保持基本稳定，而且定向降准分两次实施，也有利于稳妥有序释放资金。

从公开市场操作方面看，9 月内将有 4,815 亿资金到期回笼，包括 9 月 13 日的 400 亿逆回购和 9 月 7 日、9 月 17 日到期的一年期 MLF 规模分别为 1,765 亿和 2,650 亿。

因此在此次普遍降准叠加定向降准政策之后，我们密切关注央行未来货币政策可能的动向：一是到期的 MLF 是否将续作，二是若续作 MLF，央行是否就此次国务院常务会议指出的“降低贷款实际利率”，对 MLF 利率进行调整。我们的判断是，央行的公开市场操作虽然主要取决于资金到期前后，货币市场资金利率的波动情况，但是在 9 月底季末效应叠加税期的影响下，为稳定市场预期，央行将续作 MLF，但续作的规模将视银行到时的需求而定。

2. 下行压力见大，支持经济增长

为完成到 2020 年底 GDP 翻一番的目标，我们测算今年实际 GDP 全年同比增速需要维持在 6.2%的水平上。但从当前的月度经济数据来看，制造业 PMI 持续保持在荣枯线之下，且进出口同比增速走弱，基建投资增速维持稳定，社零累计同比增速持续小幅下行，目前表现最好的是房地产固定资产投资增速。但随着从中央到地方各方面房地产政策的收紧，叠加此前房地产土地购置同比增速的大幅下行，预计三四季度房地产固定资产投资增速将出现下行。因此稳增长压力将有所上升。

从目前已出台的政策来看，财政政策方面已经部署了提前下达明年地方政府专项债额度的事宜，预计或将对基建投资增速有所提振；此次降准作为货币政策的重要调整，预计将进一步为维持经济增速稳定提供良好的货币环境和流动性环境。

3. 先紧地产再放货币，目标引流实体经济

继今年 7 月政治局会议明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”以来，从中央层面来看，以银保监会为代表的监管机构收紧了房地产行业融资政策。一方面在银行业内要求收紧房地产开发贷额度，另一方面要求信托公司地产信托规模不得在 2019 年二季度末的基础上新增，叠加发改委要求房地产企业海外发债只能用来置换未来一年内到期的中长期境外债务，房地产行业融资明显收紧。在地区层面继续贯彻一城一策，但由于截至 7 月 70 个大中城市新建商品住宅价格同比上涨 10.1%，其中一线、二线、三线城市价格分别同比上升 4.3%、10.7%和 10.2%，因此近期各主要城市特别是房价涨幅明显的二线和三线城市，都出现了不同程度的房地产政策调整，包括但不限于推动房地产开发商加快从拿地到投资的过程，同时收紧购房政策。

我们认为当前的货币政策贯彻了“房住不炒”的政策导向，先收紧房地产政策再放松货币政策的做法，有助于向实体经济引流货币，支持实体经济发展。从结果来看，截至 2019 年 7 月房地产投资资金来源同比增速 7%，较 4 月的高点 8.9%明显回落，同时社融中企业中长期贷款稳中向好。

4. 全球货币宽松，中国不落下风

自 7 月底美联储降息 25BP 以来，主要发达国家除了新西兰之外都未有跟进，但发展中国家诸如印度、俄罗斯等国都采取了跟随降息的货币政策。在全球降息潮的背景下，我国首先采取的是改革 LPR 政策，而不是跟随降息。此次央行降准，一定程度上也是跟随全球货币政策的调整。此次降准之后，预计人民币汇率或将继续面临考验。但市场已经普遍预期 9 月底之前美联储仍将降息 25BP，因此央行此次降准带有一定的防御性和预调在内。

5. 积极的财政政策和稳健的货币政策，两手都要硬

我们维持此前的观点，在全球范围内，综合来看各国经济增长和通货膨胀的情况，中国目前处于相对优势当中，因此未来重要的是做好自己的事。从国内政策导向来看，一来是继续加大开放，包括扩大自贸区政策范围和加快资本市场对外开放，二来是深化改革。与此同时，需要积极的财政政策和稳健的货币政策为改革和开放创造较好的外部环境，因此我们认为未来需要密切关注积极的财政政策对基建投资和制造业转型升级的拉动，以及稳健的货币政策在内外部平衡较好的流动性环境和合理的人民币汇率水平。

风险提示

全球经济数据不达预期；国内通胀超预期上行。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_10301