

宏观点评

还有下次降准么？利率呢？

事件：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，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、本次降准是最新国常会精神的“兑现”，也印证了我们二季度以来一直的判断。自9月4日国常会明确指出“及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”之后，市场便对降准已经有了一致预期，我们二季度以来的大部分报告也持续指出降准“降息”可期或者降准几无悬念。此外，从时点上看此次降准与9月中旬税期形成对冲。

2、首次采用“普降+定向”，定向部分主要是增加中小行流动性。本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，其中：额外针对城市商业银行的定向降准，应也是为对冲包商银行事件后中小行流动性不足的困境。

3、本次降完后大概还会再降一次，但最快也要到今年底明年初。今年3月易纲行长曾指出，“我国存款准备金率在国际比较中不算特别高也不算特别低；准备金率下调应该说还有一定的空间，但是这个空间比起前几年已经小多了”；8月20日央行答记者问时也明确指出，“从法定准备金率的角度来说，未来有一定的调整空间，但总的来说这个空间并不如大家想象的那么大。”本次降完之后我国大型和中小型存款类金融机构的存款准备金率分别为13%和11%，已比较接近美国和欧洲的水平（12%），照此来看，我国降准空间确实不大了，考虑到11月15日还有一次定向降准生效，我们预计接下来降准最快也要到年底年初。

4、降准之后“降息”更可期，后续大概率会降低MLF利率（最快9月中下旬），年内LPR报价也有望再调降2-3次，但房贷利率不会下调。考虑到降低实体经济融资成本已是硬要求，央行强调“坚决打破贷款利率的隐性下限”（现在隐性下限为贷款基准利率的0.9倍左右），现行LPR与MLF利率尚有95BPs空间、全球主要经济体均步入降息通道等多重因素，尤其是9月4日国常会要求“加快落实降低实际利率水平的措施”，预计9月至12月四次LPR报价中有望下调2-3次（预计共降20-35BPS），MLF利率也有望至少下调10-15BP（当前为3.3%）。当然，本次货币宽松的真正效果，还是要看宽货币能否传至宽信用。

5、历次降准后股票、债券怎么走？以08年以来五次全面降准为例（19年1月分两次执行的算做一次），08年和11年全面降准之后债市表现好于股市，国开债表现好于国债；15年2月全面降准之后股市表现明显好于债市，且短期（后一周）大盘股表现较优，中期（后1-3月）小盘股表现占优；18年4月降准之后，股债表现均不尽人意，仅3个月后国债和国开债收益明显；19年1月全面降准之后股市表现较好，其中中短期（一周至一个月）大盘股表现略好于小盘股，三个月累计涨跌幅小盘股表现更好；债市则是短期（一周内）表现较好，但随之收益率持续攀升（也即债券价格下跌）。总体看，降准后股债均好但股好于债。

6、经济下、政策上，逆周期调节有望进一步加码。维持此前判断，我国经济下行压力仍大，稳增长仍是硬要求，政策将延续宽松、逆周期调节力度将加大，统筹做好“六稳”工作；继续“做好自己的事情”，主基调是对内改革和对外开放并举，可能打出“宽财政+松货币+扩消费+促产业+改制度+稳就业”的组合拳，其中：密切关注地方政府积极性是否回升；宽财政是主要发力点（不排除扩大专项债规模等），基建有望企稳回升；继续跟踪国企改革、资本市场改革、土地改革等制度性红利，区域新政方面可更多关注海南自贸港等等。

后附：2016年以来MLF利率变动梳理；历次降准时点一览；历次降准后股票债券表现一览。

风险提示：政策效果不及预期，中美贸易冲突超预期好转或恶化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

1、《正在起变化——解读金融委和财经委最新会议》2019-09-02

2、《对中美贸易冲突再升级的4点理解》2019-08-26

3、《盯住LPR了，房贷利率和银行贷款影响几何？》2019-08-26

4、《LPR仅降6BP和央行吹风会怎么看？》2019-08-21

5、《不是降息的降息，新LPR的定与不定》2019-08-18

6、《这次不一样——逐句解读7.30政治局会议》2019-07-30

7、《从总理专家座谈会和金融委会议看下半年政策基调》2019-07-22

8、《下半年下行压力仍大，继续关注政策组合拳》2019-07-16



图表 1: 2016 年以来 MLF 利率变动梳理

变动日期	MLF 利率 (1 年, %)	变化方向	相隔月数	相隔周数	相隔天数
2016-01-19	3.25				
2016-02-19	3.00	降息	1	4	31
2017-01-24	3.10	加息	11	49	340
2017-03-16	3.20	加息	1	7	51
2017-12-14	3.25	加息	8	39	273
2018-04-17	3.30	加息	4	18	124

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 1998 年以来历次降准时间梳理

降准日期	中小型存款类机构 存款准备金率 (%)	大型存款类机构存 款准备金率 (%)	相隔月 数(月)	相隔周 数(周)	相隔天 数(日)
1998/3/21	8.0	8.0	122	533	3732
1999/11/21	6.0	6.0	20	87	610
2008/9/25	16.5	17.5	3	13	92
2008/10/15	16.0	17.0	0	3	20
2008/12/5	14.0	16.0	1	7	51
2008/12/25	13.5	15.5	0	3	20
2011/12/5	19.0	21.0	5	24	168
2012/2/24	18.5	20.5	2	12	81
2012/5/18	18.0	20.0	2	12	84
2015/2/5	17.5	19.5	32	142	993
2015/4/20	16.5	18.5	2	11	74
2015/9/6	16.0	18.0	4	20	139
2015/10/24	15.5	17.5	1	7	48
2016/3/1	15.0	17.0	4	18	129
2018/4/25	14.0	16.0	25	112	785
2018/7/5	13.5	15.5	2	10	71
2018/10/15	12.5	14.5	3	15	102
2019/1/15	12.0	14.0	3	13	92
2019/1/25	11.5	13.5	0	1	10
2019/9/16	11.0	13.0	7	33	234

资料来源: 中国人民银行, 国盛证券研究所 注: 对于 2019 年, 其中未显示年内两次定向降准: 包括 5 月 15 日针对聚焦当地、服务县域的中小银行的定向降准, 释放长期资金约 2800 亿元。10 月对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向降准 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。

图表 3: 历次全面降准之后大类资产走势

降准时间	观察期	上证综指 涨跌幅 (%)	沪深 300 涨跌幅 (%)	创业板指数 涨跌幅 (%)	10Y 国债 收益率 (BP)	10Y 国开债 收益率 (BP)
2008-09-25	后一周	-5.39	-4.27	—	-4.67	9.54
	后一个月	-24.99	-25.58	—	-57.54	-64.02
	后三个月	-18.88	-15.13	—	-102.31	-119.67
2011-12-05	后一周	-1.79	-1.73	-0.21	5.07	-0.09
	后一个月	-7.02	-8.83	-0.21	-0.25	-4.73
	后三个月	4.79	5.60	-4.18	11.94	16.85
2015-02-05	后一周	1.18	2.26	0.82	-1.53	1.02
	后一个月	5.29	5.07	12.40	9.04	11.92
	后三个月	34.84	35.24	60.43	5.42	12.91
2018-04-25	后一周	-1.18	-1.70	-0.98	5.47	8.78
	后一个月	0.75	-0.32	-0.82	0.08	1.88
	后三个月	-6.81	-6.45	-10.43	-5.03	-21.34
2019-01-15	后一周	0.36	0.49	-1.11	-3.12	1.50
	后一个月	5.81	8.76	7.55	-6.57	1.52
	后三个月	23.63	27.10	31.64	23.53	29.86
2019-01-25	后一周	0.63	1.98	0.46	-3.66	-7.24
	后一个月	13.82	17.11	21.40	3.89	5.02
	后三个月	20.07	23.78	31.96	27.95	22.66

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 创业板数据从 2010 年 6 月 1 日开始; 观察期的计算中, “后一周、后一个月、后三个月” 分别以降准日加 7 天、30 天、90 天近似计算, 若对应日期没有数据, 则后延至有数据日来近似替代。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_10304

