

近期宏观调控评论

摘要

三季度以来股票市场异常波动，人民币大幅贬值，央行8月底今年第四次降息降准，以刺激经济，同时财政政策也相对积极，赤字率按《政府工作报告》从2.1%增至2.3%，近期政府已采取一系列“稳增长”的宏观调控。

面对目前经济下行压力，我国未来降息降准依然有较大可能，特别是降准，有充分空间。同时我们看好部分国家积极发展的行业，但由于每个行业有自身发展规律，考虑到我国基本国情，市场波动较为频繁，投资者需谨慎决策。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所
索宝霆 研究员

从业编号: F0306392

电话: 010 83168383

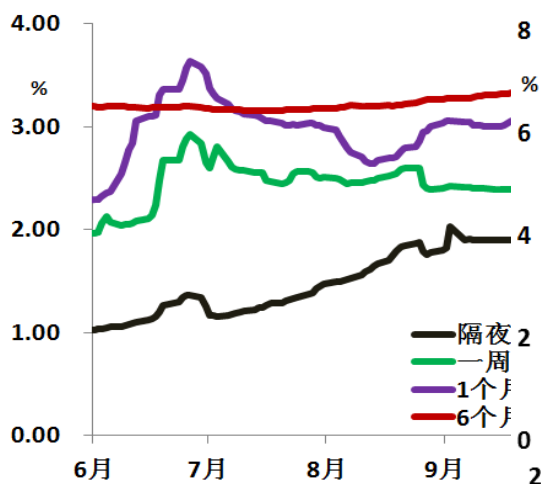
E-mail: suobaoting@nawaa.com

8月25日，央行决定从8月26日起降低人民币存款及贷款（含住房公积金）基准利率，并从9月6日起下调金融机构存款准备金率。这是今年以来第四次降息降准。

8月26日、28日，央行密集开展短期流动性调节工具（SL0）操作，向市场分别补充1400亿元和600亿元流动性，加权平均中标利率分别为2.3%和2.35%。一般认为SL0是对公开市场操作的必要补充，临时调整银行体系的流动性水平。

短期利率方面：8月下旬以来，部分超短期利率逐渐攀升，6个月及以上时间周期的利率维持稳定（如图1）。截止到2015年9月24日，央行9月份已开展如下公开市场操作（逆回购）：1日（1500亿元）、8日（1500亿）、10日（800亿）、15日（500亿）、17日（400亿）、22日（500亿）和24日（800亿），向市场持续补充流动性，逆回购期限除24日以外，均为7天，24日的期限为14天。目前看，央行采取“多次少量”的操作成功阻止了Shibor超短期利率的上涨趋势，Shibor利率整体表现平稳。

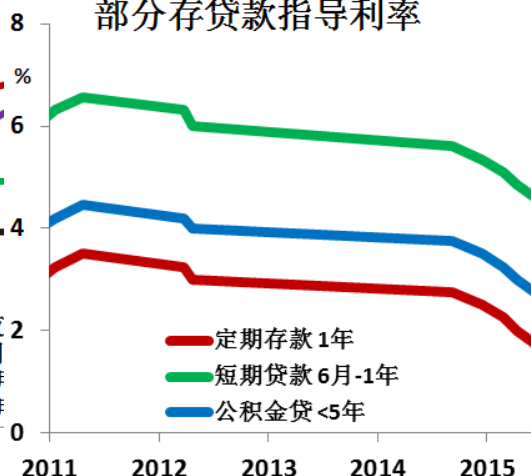
图1、近期 Shibor 短期利率走势



数据来源：Wind 资讯、南华研究

图2、部分存贷款指导利率

部分存贷款指导利率



数据来源：Wind 资讯、南华研究

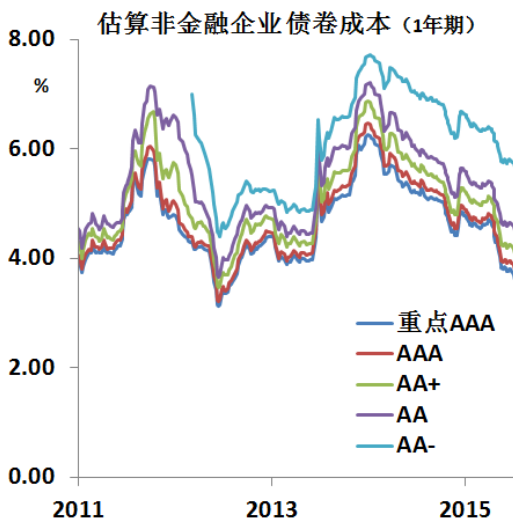
我们认为：此次央行采取一系列货币宽松政策，短期看与近期股票市场异常波动以及人民币突然贬值有关，造成市场对我国经济前景看法偏悲观，避险情绪显著上升，央行为了提振市场人士对经济的预期，采取适度宽松的货币政策，中长期看，我国GDP已经连续多年小幅降速，本次降息已是我国今年第四次，这种操作是为了降低经济参与者融资成本，以应对本轮经济下行风险。

目前，我国多项存贷款指导利率均处于近二十年最低位（如图2）。本轮降息从2014年三季度开始，从技术面看目前下降趋势将延续。我国货币宽松政策不仅由于国内经济减速，也受到国际上许多国家的货币宽松政策的影响，自从2008年金融危机，欧洲、日本及美国纷纷推出多伦量化宽松政策，将本国利率推至极低水平，目前美国、德国、日本及英国十年期国债收益率分别为约2.1%、0.6%、0.4%和1.9%，均处于较

低水平。从基本面来讲，虽然美联储暗示有可能加息，但欧元区依然没有摆脱债务危机等深层次问题，日本经历大幅量化宽松，但经济尚未摆脱通缩。我们觉得在如此国际环境下，我国将中长期维持较低利率水平，我国货币政策有进一步降息、降准的可能性。

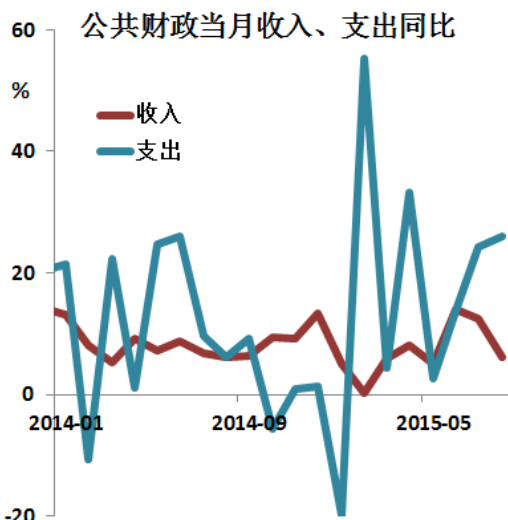
央行指导利率下跌直接降低企业的融资成本（如图3）。根据中国银行间交易商协会的估算，最低成本的“重点AAA”（也称：超AAA、AAA+）融资成本为约3.4%，与目前国有政策性银行的债券收益率不相上下，融资成本甚至低于大型股份制商业银行，AA级企业一年贷款利率约4.3%，处于较低水平。我们认为AAA+级企业的融资成本不应低于国有政策性银行，因为企业信用一般来讲要低于拥有国家信誉的政策性国有银行。我们还认为不断降低的融资成本有利于实体经济的恢复，有利于企业在激烈的市场竞争中降低财务成本，但随着经济下行，企业的整体经营状况将持续下降，债务违约事件将逐渐增多，银行坏账率有上升趋势。

图3、估算非金融企业债券成本（1年期）



数据来源：Wind 资讯、南华研究

图4、部分短期存贷款指导利率



数据来源：Wind 资讯、南华研究

面对经济下行压力，政府不仅采取较为宽松的货币政策，也以偏积极的财政政策应对。

今年两会上李克强总理提出，2015年中国拟安排财政赤字1.62万亿元，比2014年增加2700亿元，赤字率从2014年的2.1%增至2.3%。分析普遍认为中国政府寄希望于更有力的积极财政政策应对经济下行风险。今年前8个月份，已有4个月份全国财政支出当月同比有20%以上的增加，而同期财政收入徘徊在约0-10%的区间（见图4）。国家采取了有选择性的积极财政政策，重点投资“三农”、节能环保产业、高新技术产业及国家重点项目（包括公路、铁路等），而避免向“过剩落后产能行业”投资，如：钢铁、水泥、煤炭等。同时国家积极引导民间投资参与经济建设，以法制为

前提，以市场化手段优化资源配置，发展经济。

结论

基于目前经济下行压力，我国未来降息降准依然有较大可能，特别是降准，有充分空间。行业方面：我们继续不看好国家限制发展的行业，过剩产能相关商品期货及上市公司股票可能继续震荡下跌，我们看好部分国家积极发展的行业，但由于每个行业有自身发展规律，对特定行业前景需综合考虑，同时考虑到我国货币宽松的基本情况，任何市场化较好的行业都面临相当商业竞争，市场波动较为频繁，投资者需谨慎决策。

南华期货分支机构

南华期货股份有限公司

杭州市西湖大道193号定安名都3层
客服电话：4008888910 www.nanhua.net

萧山营业部

杭州市萧山区金城路429号天汇园一幢B座3层
电话：0571-83869588

台州营业部

台州市椒江区耀达路99号4楼
电话：0576-88539900

温州营业部

温州市府路新益大厦1幢1401室
电话：0577-89971820

宁波营业部

宁波市和义路77号汇金大厦9楼
电话：0574-87273868

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼
电话：0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路751号粮食大厦五楼
电话：0573-82158136

绍兴营业部

绍兴市中兴南路95号中兴商务楼1幢(南楼)5-6层
电话：0575-85095800

成都营业部

成都市锦江区东大街紫东楼段35号17层1706号房
电话：028-86532693

兰州营业部

兰州市庆阳路488号万盛商务大厦26楼(胜利宾馆斜对面)
电话：0931-8805310

大连营业部

大连市沙河口区中山路554D-6号和平现代城B座3层4号
电话：0411-84378378

北京营业部

北京市宣武门外大街28号2幢
电话：010-63556906

太原营业部

太原市迎泽区解放南路2号景峰国际商务大厦25层
电话：0351-2118016

余姚营业部

余姚市舜达西路285号中塑商务中心3号楼1601
电话：0574-62509001

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号保利大厦二层、八层
电话：0451-82345618

郑州营业部

郑州市未来路73号锦江国际花园9号楼14层
电话：0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路2号国华大厦B座2501室
电话：0532-85803555

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号15层C室
电话：024-22566878

天津营业部

天津市河西区友谊路41号大安大厦A座8层
电话：022-88371080

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦26层
电话：021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、3楼、7楼
电话：021-52585211

深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703室
电话：0755-82577529

广州营业部

广州市天河区天河北路28号时代广场东座717房、718房
电话：020-38806542

芜湖营业部

安徽芜湖市中山北路77号侨鸿国际商城904、906、908室
电话：0553-3880212

重庆营业部

重庆市南岸区亚太路1号1幢1层1-2
电话：023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路63号11楼
电话：0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街89号总部大厦89号六层
电话：0513-89011160

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道96号之二钻石海岸B幢2104-2107室
电话：0592-2120370

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层
电话：0663-2663886

海宁营业部

海宁市钱江西路238号广隆财富中心301
电话：0573-80703000

南华期货（香港）有限公司

中国香港上环德辅道中232号嘉华银行中心九楼
电话：00852-28052658

浙江南华资本管理有限公司

电话：0571-87994666

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。

南华期货研究所五大研发中心

杭州基础产品中心

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)
电话: 0571-87839262 传真: 0571-88393740

上海金融研究中心

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)
电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

东北研究中心

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室
电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

深圳产品创新研究中心

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

北京宏观经济研究中心

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼
电话: 010-63152104 传真: 010-63150526



公司总部地址: 杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编: 310002

全国统一客服热线: 400 8888 910

网址: www.nanhua.net