



央行降准是喜是忧？

摘要

从预期的角度来看，大规模降准这种方式，或多或少一定会对市场的心态和预期形成影响，强金融监管当然仍是一个既定的政策，但强监管也不必然导致熊市，因为在多种因素的作用下，包括央行自身的动作调整，包括海内外经济形势的变化，市场的主要矛盾可能正在发生微妙的变化。近期的市场风格已在悄然生变，去年表现最好的大盘股持续调整，而中小盘则在逐渐企稳，目前外围环境对大企业较为不利，因为贸易战打的都是大企业、大出口商，这样子小企业的优势反而体现出来，估计接下来中小盘和债市仍然存在一定的做多机会。大宗商品方面，降准有助于稳定实体经济融资，对于商品需求也是一个支撑，但作用也不会很大。

南华期货研究所

章睿哲

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

黎 敏

limin@nawaa.com

010-83168383

央行降准是喜是忧？

上周二中国人民银行决定从 4 月 25 日起，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；上述银行将各自按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利（MLF）。央行负责人表示：以 2018 年一季度末数据估算，操作当日偿还 MLF 约 9000 亿元，同时释放增量资金约 4000 亿元，大部分增量资金释放给了城商行和非县域农商行。

此次央行降准比较出乎市场的意料，目前来看似乎看多的声音较少，大多数观点还是浇冷水态度。而在这之前主流观点还是认为今年货币政策是偏紧为主，对于此次央行的突然举动有些措手不及，债券市场在第一天出现暴涨，但第二天的行情则表现得较为犹豫。如何判断此次央行降准的动因及可能产生的影响，需要把之前对货币政策的判断和目前的海内外宏观形势变化联系起来看。

回顾 2013 年以来的货币金融政策，虽然从一开始就有不搞大刺激的倾向，但也时常有妥协的时候，说明政策从来不是主观的，而是根据形势的变化不断调整的。去年之所以金融监管可以持续施压，是因为海内外经济形势都不错，宏观经济持续复苏，而今年一季度虽然 GDP 增速达到了 6.8%，但是仔细去看也存在一些问题，最大的问题是出口出现意料之外的大幅增长，今年 2 月份出口增长了 44.5%，1 季度出口累计增长了 14%，比去年同期高了 7 个百分点，而且出口和其他经济数据不太一致，包括 PMI、发电量和铁路货运量等指标显示实体经济的活跃程度并没有更进一步的提高，今年以来的制造业 PMI 景气度还没有超过去年的最高水平，制造业投资增速甚至低于去年同期水平，货运量和发电量增速也均有所回落，这某种程度上说明高速增长的出口里面有很大成分是出于对贸易战的担忧而提前进行交易，所以下半年的出口和经济增长还是面临较大的不确定性，如果中国经济意外放缓，海外经济也难保复苏势头，所以此时央行降准应该是有未雨绸缪的考虑。

图 1、进出口增长情况

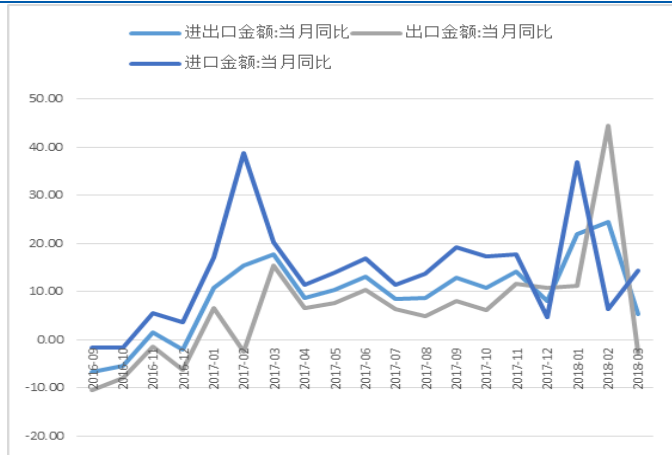


图 2、PMI 走势

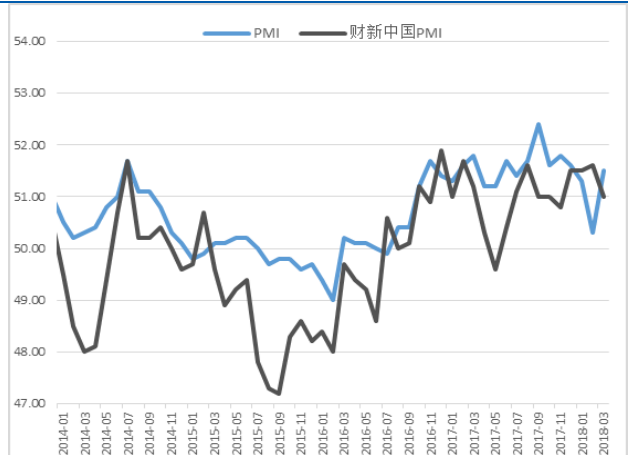
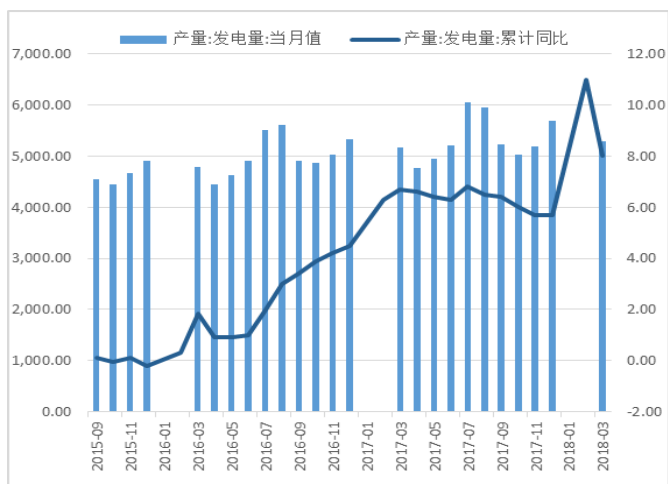
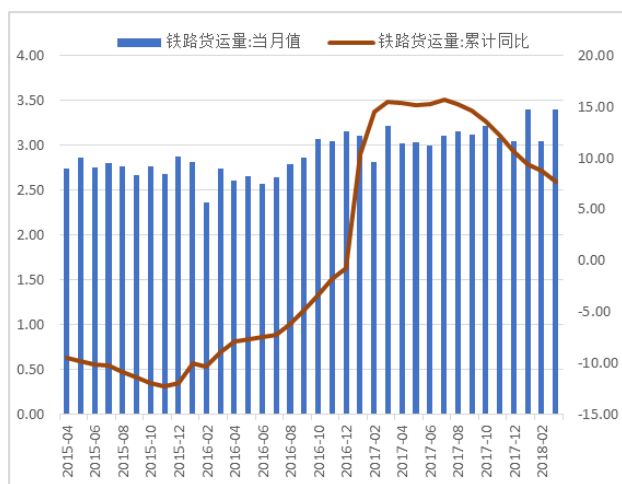


图 3、发电量增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 4、货运量增长情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究

另一个容易被市场忽略的是，随着美联储加息预期走强，美国国债收益率持续走高，中美利差再一次收窄至接近历史最低水平。目前来看，人民币汇率依然强势，但受美国利率走高的提振，美元指数近期有所走强，实际上在目前的利率水平下，美元出现更大幅度的回升并不意外，未来不排除美元的进一步反弹和人民币走弱，如果再叠加出口下滑和外汇占款下降，那么也会对国内流动性造成一定影响。所以对于央行来说，与其被动应对，不如未雨绸缪。

图 5、美债收益率走势

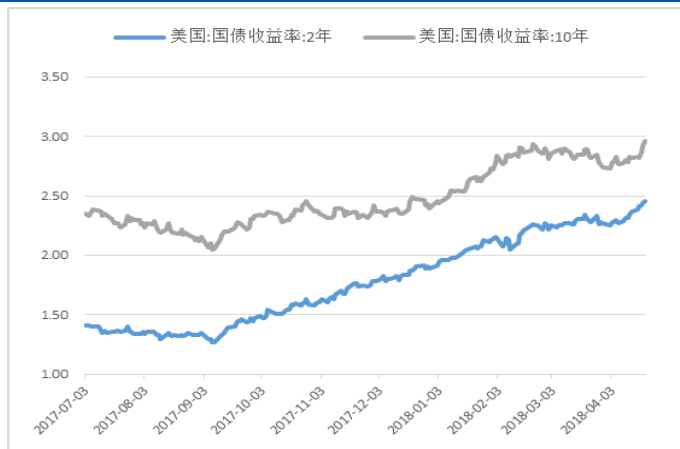


图 6、中美十年期国债利差走势



图 7、美元指数走势

图 8、离岸人民币汇率走势



资料来源：文华财经 南华研究

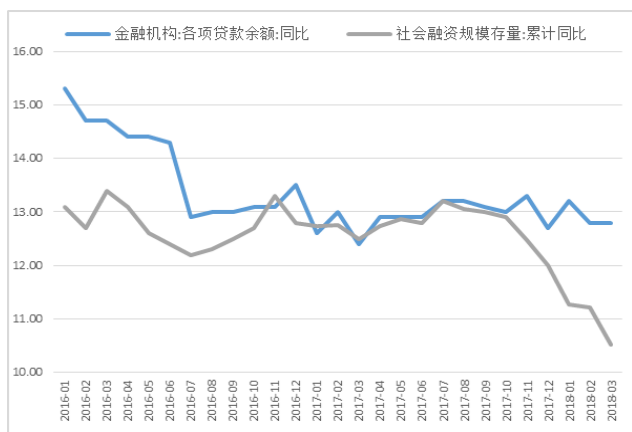


资料来源：文华财经 南华研究

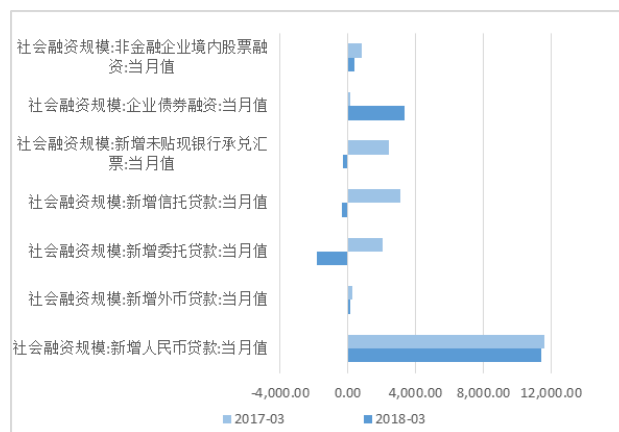
货币信贷方面，2018 年以来金融机构各项贷款余额的增速还是比较稳定的，1 季度增长 12.8%，高于去年同期水平，3 月份新增贷款 1.12 万亿，环比多增 2807 亿，同比多增 1000 亿，企业融资同比也仍在增长，同比多增 1967 亿。但是剔除信贷之后的新增社融规模是下降的，同比少增将近 8000 亿，社融存量增速也在下滑，1 季度累计增速为 10.52%，创历史新低。社融减少的主要是信托和委托贷款这两块，在表外贷款大幅下降的同时，表内贷款并没有相应规模的增长，这里出现了表外贷款难以回到表内的问题，一是因为这些贷款很多是诸如房地产、产能过剩这些受限制的领域，二是因为回到表内之后不满足监管标准，所以从表外到表内这条路不是很畅通。

图 9、贷款余额和社融存量增长情况

图 10、社融规模分项情况



资料来源：WIND 资讯 南华研究



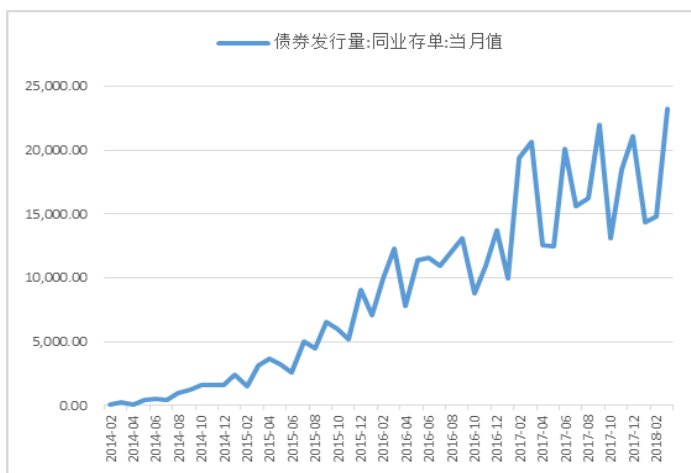
资料来源：WIND 资讯 南华研究

另外中小银行负债荒的问题难以依靠公开市场操作来解决，因为倒金字塔型的银行流动性结构导致中小银行所能获得的流动性永远是最少的。2016 年以前大型商业银行一直是金融资金净融出方，而中小银行和非银机构则是资金净融入方，去杠杆之后，大型银行融出意愿不足，融出金额大幅降低，中小银行面临流动性

不足的情况，导致同业存单发行量大幅增长，但通过发行同业存单来补充流动性也存在很大问题。

2017 年以来金融市场利率一直畸高，尽管这其中有监管预期的因素在里面，但从资金供需面来看，与实体经济融资需求增长是不相吻合的，实体融资增速在下行，而利率反而居高不下，这其中很大一部分原因就是中小银行负债模式改变带来的冲击。从 2016 年开始，银行同业存单就一直是债券市场的融资大户，到了 2017 年，每个月发行金额的占比均在 40% 甚至 50% 以上。从价的角度看，同业存单持续大规模发行毫无疑问抬高了债券市场的资金成本；从量的角度看，以银行为融资主体的债券市场也违背了发展直接融资市场的初衷。更何况，同业存单的发行利率并不低，中小银行由于流动性不足，扎堆发行同业存单也不利于支持实体经济，除了在金融体系内部空转，很多是去了房地产和地方融资平台。

图 11、同业存单发行情况



资料来源: WIND 资讯 南华研究

所以如果不考虑降准对市场心态和预期的重大影响，对于缓解中小银行负债荒还是一个比较好的方法，由于很多中小银行没有 MLF，所以降准的利好还是比较大的。此外，估计是去年底公布的定向降准政策对于刺激中小银行对小微企业的放贷几乎没有什么作用，大部分中小银行都不符合定向降准的标准，而且也对给小微企业放贷不怎么感兴趣，所以从支持实体经济的角度来看，此时央行降准存在一定的合理性和必要性，一方面可以提高银行放贷意愿，另一方面有助于平抑长期资金利率，促进实体经济融资。至于降准替代 MLF 的主要好处，比如节省利息、不需要抵押物、减少操作成本等等，这些因素已被市场所了解。

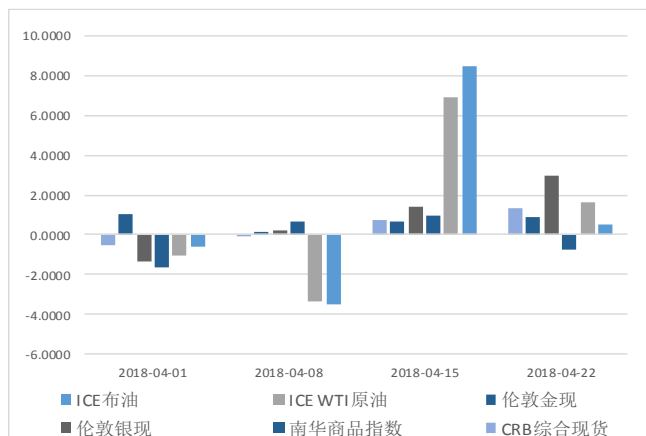
最后从预期的角度来看，大规模降准这种方式，或多或少一定会对市场的心态和预期形成影响，强金融监管当然仍是一个既定的政策，但强监管也不必然导致熊市，因为在多种因素的作用下，包括央行自身的动作调整，包括海内外经济形势的变化，市场的主要矛盾可能正在发生微妙的变化。近期的市场风格已在悄然生变，去年表现最好的大盘股持续调整，而中小盘则在逐渐企稳，目前外围环境对大企业较为不利，因为贸易战打的都是大企业、大出口商，这样子小企业的

优势反而体现出来，估计接下来中小盘和债市仍然存在一定的做多机会。大宗商品方面，降准有助于稳定实体经济融资，对于商品需求也是一个支撑，但作用也不会很大。

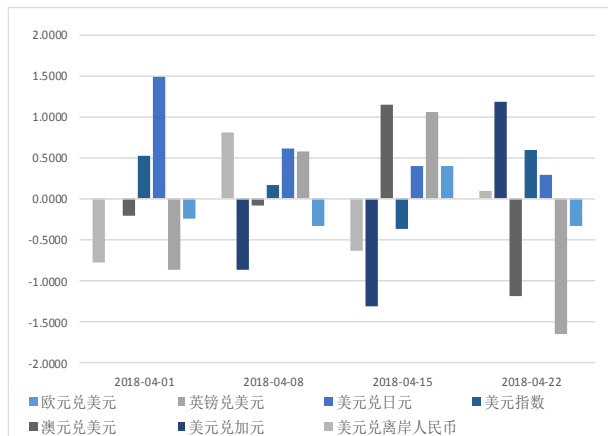
【本周全球大类资产表现】

2018年4月22日

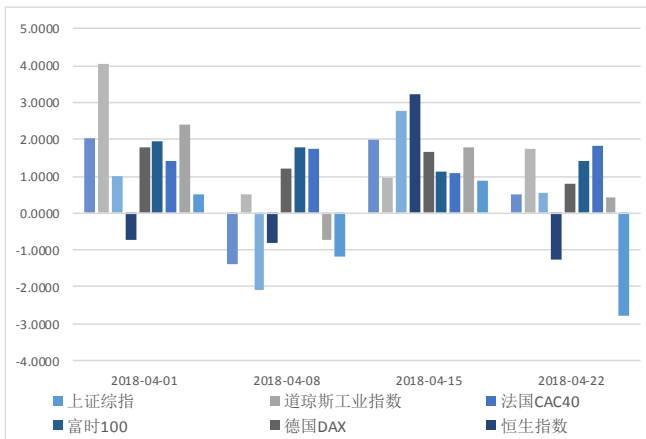
主要大宗商品涨跌幅



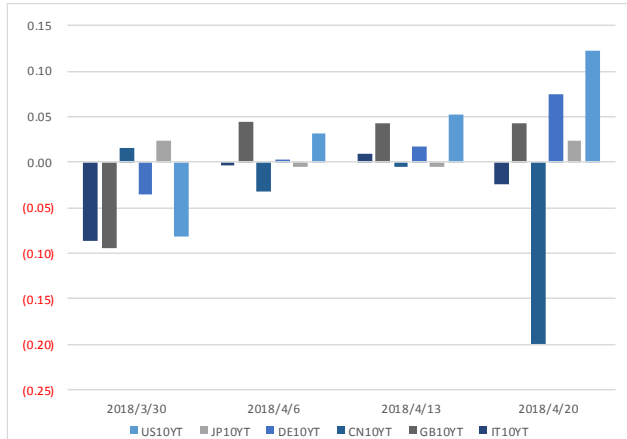
全球主要货币对涨跌幅



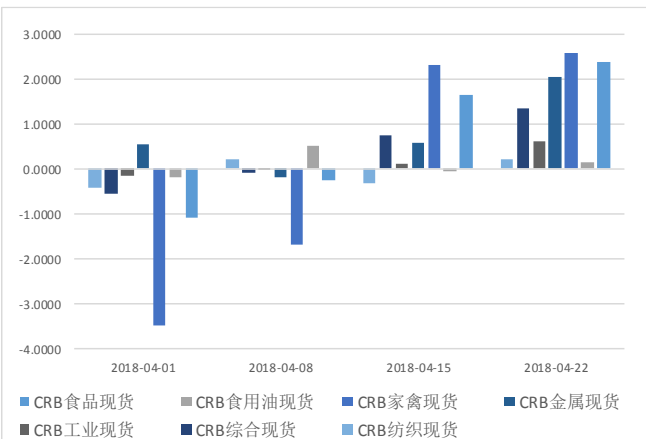
全球股指涨跌幅



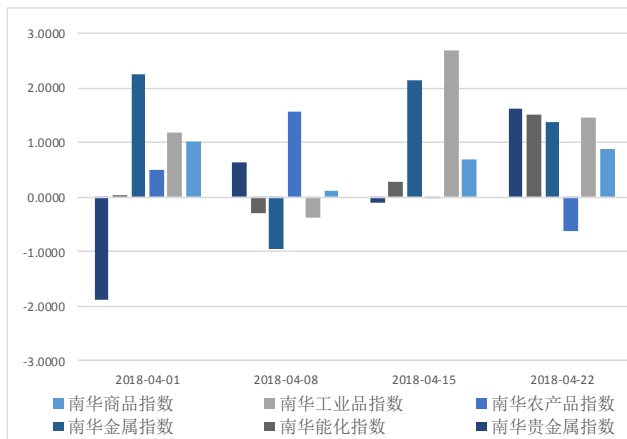
全球债市涨跌基点



CRB 指数涨跌幅



南华指数涨跌幅



资料来源: WIND 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话：0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话：0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话：0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话：0574-87274729

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 133 号综合大楼东五楼
电话：0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话：0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话：028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话：0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话：010-63161286

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话：0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话：024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003
电话：022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元
电话：021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话：021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话：020-38904626

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

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：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层
3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

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，但我公司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。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net