

中国央行观察

央行再次大范围降准 50 个基点

央行宣布从7月5日起，再次大范围“定向”降准50个基点¹。继4月25日“定向”降准（部分置换MLF）后不久²，周日（2018年6月24日）下午央行在其网站上宣布，针对5家国有大型商业银行、12家股份制商业银行、邮政储蓄银行以及一些小型存款机构实行50个基点降准。央行进一步解释，下调5家国有大型商业银行（即工农中建交）和12家股份制商业银行（中信、光大等）的RRR 50个基点主要用于支持“债转股”项目执行；而对其他存款机构下调准备金主要加强支持小微企业贷款发放，这里的机构包括邮储银行、城商行、非县域农商行、外资行（图表1）。这是自去年9月以来央行第四次以不同形式“降准”，前三次分别为去年9月30日宣布的定向降准³、今年春节期间的“临时准备金动用安排”（CRA）⁴以及2个月前的降准用于置换MLF。在公告发布后的一份声明中，央行透露此次降准有望释放的资金总额约7,000亿元（其中5,000亿元用于支持“债转股”项目执行，2,000亿元用于鼓励小微企业贷款）。据我们的估算，虽然名为“定向”降准，但这次降准释放的流动性规模接近一次50bp的全面降准（估计释放7,400亿元左右）。

- ▶ 此次降准释放的5,000亿元流动性将用于支持已签约（但尚未执行）的“债转股”项目，这些项目主要面向国企。在公告中，央行介绍了“债转股”项目执行的指导原则，包括以下内容：1）不支持“僵尸企业”以及“名股实债”类项目债转股；2）鼓励相关银行和实施主体按照不低于1:1的比例撬动社会资金参与“债转股”项目（即希望银行在“债转股”项目中的份额低于50%）；3）“债转股”项目的定价应遵循市场化原则；4）相关（非银行）实施主体应真正参与“债转股”后企业的公司治理，促进其公司治理水平的提高，以推进混合所有制改革。央行还将对降准释放资金的使用进行监督，银行需逐笔详细记录、并按季报送。据报道，截至2017年底，共有102家企业签订债转股协议，金额合计1.6万亿元，但迄今为止，落地率只有约20%（即落地金额仅约3,000亿元）。
- ▶ 另外释放的2,000亿元流动性将用于发放中小企业贷款。去年4季度以来，中小企业贷款份额持续下降，部分是受到信用债市场震荡的影响——债券收益率节节攀升，导致债券收益率与贷款利率“倒挂”，推动更多国企转而通过银行贷款进行融资，“挤占”了中小企业的贷款额度。6月20日召开的国务院常务会议强调了扩大对中小企业融资力度的紧迫性，此次降准时点上紧随其后⁵。

接下页

分析员

易峴

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 财政存款堆积继续压制基础货币扩张 (2018.06.14)
- 宏观经济 | 央行未跟随美联储上调公开市场操作利率 (2018.06.14)
- 宏观经济 | 外储小幅下降，仅因负向估值效应拖累 (2018.06.07)
- 宏观经济 | 降准置换MLF后基础货币收缩、货币乘数有所上升 (2018.05.18)
- 宏观经济 | 货币政策更注重稳增长、完善货币政策传导及金融监管 (2018.05.14)
- 宏观经济 | 负向估值效应拖累外储小幅下降 (2018.05.07)

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3564334/index.html>

² 请参见我们2017年10月1日发布的中国宏观简评《央行“双节”长假前宣布2018年起“普惠式”定向降准》。

³ 请参见我们2018年4月17日发布的中国央行观察《人民银行再次大范围“定向”降准100bp，部分用来置换到期MLF》。

⁴ 请参见我们2017年12月29日发布的中国央行观察《央行在春节期间建立“临时准备金动用安排”》。

⁵ http://www.gov.cn/premier/2018-06/20/content_5300003.htm

此次降准大体符合市场和我们的预期。往前看,我们认为货币政策存在进一步宽松的空间。虽然此次降准幅度低于上次(此次为50个基点,而上次为100个基点),但两次降准的结构有所不同,因为上次“定向”降准100个基点所释放的部分流动性(即1.3万亿元中的9,000亿元)理论上用来置换未到期的MLF存量。我们近期看到货币政策调整的早期迹象,如上周央行并未跟随美联储上调公开市场操作利率⁶,同时近期央行也明显加大了公开市场净投放力度。值得注意的是,央行过去两周净投放6800亿元,而去年同期仅为830亿元。我们认为,目前非常有必要进行政策调整,以对冲去年11月以来多项“去杠杆”政策叠加带来的明显紧缩效应。具体到货币政策方面,资管新规和对“非标”信贷渠道的紧缩政策带来了较大的“融资缺口”,这表现为调整后社融增速超预期快速下降。而近期信用债市场震荡,信用债发行几乎冻结,也进一步加剧了紧缩压力。由于监管收紧可能继续抑制广义社融扩张,我们预计央行有必要也有可能加大政策调整力度加以对冲、并回归真正意义上“稳健中性”的政策取向。而如果政策不及时、果断地调整,企业和政府现金流状况可能会边际恶化⁷。具体来看,我们预计今年还将降准150个基点(虽然名义上可能仍为“定向”),表内信贷额度有望扩张,银行(尤其是中小银行)的资本金补充有望加快,而且可能会通过资管新规的细则发布为金融去杠杆提供更加务实、可行的操作原则。

图表1: 此次降准的具体细节

银行类型	银行名称	准备金率下调幅度	释放流动性	资金用途
5家国有大型银行	工行	-50基点	5,000亿元	支持“债转股”项目
	农行			
	中行			
	建行			
	交行			
12家股份制商业银行	中信银行			
	光大银行			
	招商银行			
	浦发银行			
	华夏银行			
	中国民生银行			
	广发银行			
	兴业银行			
	平安银行			
	浙商银行			
	恒丰银行			
	渤海银行			
邮政储蓄银行	-50基点	2,000亿元	发放小微企业贷款	
城市商业银行				
非县域农村商业银行				
外资银行				

资料来源: 人民银行, 中金公司研究部

⁶ 请参见我们2018年6月14日发布的中国央行观察《央行未跟随美联储上调公开市场操作利率》。

⁷ 请参见我们2018年6月19日发布的中国宏观专题报告《静待政策调整|2H2018宏观展望》。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：张莹

北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司