

大幅降息刺激短期行情

——贷款基准利率和存款准备金率下调点评

武幼辉 投资策略 研究员

电话: 020-87555888-393

eMail: wyh6@gf.com.cn

何秀红 固定收益 研究员

020-87555888-626

hxh7@gf.com.cn

事件:

11月26日下午,中国人民银行决定下调人民币存贷款基准利率和金融机构存款准备金率:从2008年11月27日起,下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率各1.08个百分点,其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。同时,下调中央银行再贷款、再贴现等利率。从2008年12月5日起,下调工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行等大型存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点,下调中小型存款类金融机构人民币存款准备金率2个百分点。同时,继续对汶川地震灾区 and 农村金融机构执行优惠的存款准备金率。

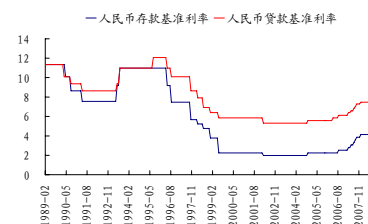
评论:

1、利率下调幅度超出预期,非常时期的非常政策:本次利率下调在市场预期之中,但幅度超出之前54bp-81bp的判断。从历史上看,上一次存、贷款利率同时大幅下调(超过100bp)是在11年前,期间同样存在总需求低迷以及物价大幅下行的问题。在本次央行降息之前,美联储已经大幅下调联邦基金利率至1%,并有可能继续下调至史无前例的0.5%;而英国央行在11月6日也大幅下调基准利率150个基点,同样为1997年以来的最大降息幅度。这些较为异常的举措,显示目前全球经济处于非常时期,预期明年中国“三率”还有比较大的下调幅度。

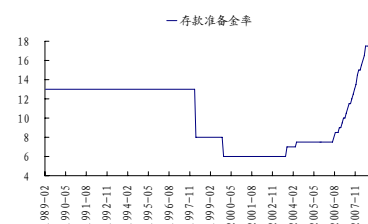
2、大幅降息增强了调控的主动性:本次央行大幅下调利率与存款准备金率的原因在于:其一,实体经济与物价下滑超出预期,大幅降息用以阻止实际利率上行,减轻企业的财务费用与融资成本。在上世纪90年代的利率下调周期中,物价大幅下行导致实际利率攀升,使得央行降息效果有所较弱。而明年通缩风险正在加大,央行提前大幅降息可以未雨绸缪;其二,为银行提供流动性,以支持其增加信贷投放,配合国家4万亿经济刺激方案;从更长时间来看,可能为中央政府发债的前奏;其三,提振市场信心,特别是刺激私人部门投资与社会购房需求。

3、短期影响正面但并不显著。同4万亿经济刺激方案一样,本次大幅降息着眼于应对目前经济遇到的困难与矛盾,符合之前中央提出的“出手要快,出拳要重,措施要准”的要求。我们认为其短期影响正面,但是效果并不会太显著:一方面货币政策在经济低迷的时

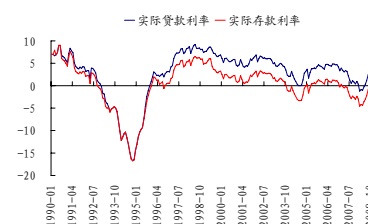
央行下调存贷款基准利率



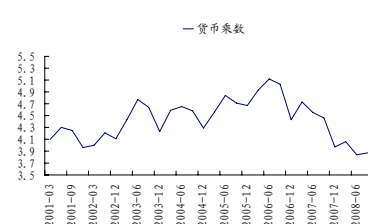
央行下调存款准备金率



实际存、贷款利率



货币乘数明显下降

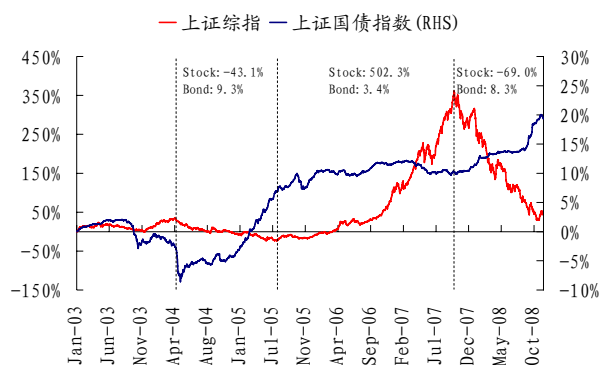


候对经济刺激作用有限，原因在于此时经济活动收缩，货币乘数明显下降；二是在物价下行的背景下，目前利率调整更多是避免实际利率明显攀升，对改善企业的实际融资成本有限；三是虽然公积金利率随之下调，但房地产市场回暖有待时日；四是虽然对中小企业和其他方面可贷资金在增强，但历史经验显示，经济下行周期中私营部门的融资往往会受到显著的负面影响，在企业盈利能力持续下滑且存在破产风险的情况下，银行对其信贷能否放大也属疑问。

4、对于股票市场来说：在利率下调超出预期的情况下，短期股市将作出正面反应，但趋势并未改变，持续性有待观察。目前影响市场的主要因素在于：其一，基本面持续恶化，但政府有效对冲风险困难重重，更不能改变周期；其二，在现金流紧张且经济前景不明朗之际，大、小非减持动力依然较强；其三，从大类资产的配置来看，虽然股权类投资相对债券类投资吸引力上升，但由于未来还存在较大降息空间，债券吸引力仍然存在。对于货币政策敏感型行业来说，本次政策调整对银行与地产均产生小幅正面影响，但二者的趋势性机会尚未来临。

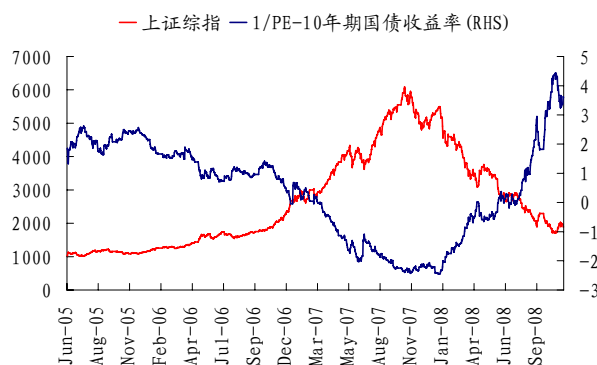
5、对于债券市场来说：准备金率以及超储利率同时下降，债市将会做出正面的反应，收益率将会回复至11月13日低位，甚至还有可能更低。主要原因在于：其一，11月14日以来，市场的降息传闻不断，但是始终未兑现，再加上长债大量增加，因此长债出现30BP左右的调整。本轮降息幅度超出市场预期，长债至少会收复“失地”。央行本次大幅降息有可能导致市场预期的降息空间增大，反映到债市上则是收益率可能会创新低；其二，大幅降息使得商业银行的资金成本下降，准备金利率下调导致债市资金面更为充裕，而超储利率则拓宽未来短债收益率的下降空间，本次政策出台之后银行间回购利率、央票利率以及短债收益率也会有较大幅度的回落，09年短债收益率有可能触及2005年的低点。其三，长期通缩的概率比较小，因此，长债收益率过低难以持续，未来半年内长债收益率更多是呈现双边波动的走势。10年期国债收益率若低于2.8%，我们不建议买入。

图1：股票与债券的吸引力相互转换



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图2：股权类投资相对债券类投资吸引力上升



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

广发证券—行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。