

证券研究报告

报告类型 / 宏观数据

新一轮降息周期，但显多处新操作手法

——7月5日利率调整点评

发布时间：2012-7-6

- 核心观点：降息时点超市场预期，凸显稳增长意愿，降息周期确立，预计本轮降息周期还有 2-3 次降息，年内可能还有 2 次，时间点在 9-11 月间。本轮降息操作显多处不同，体现央行在给企业减负、激活货币、刺激投资以及银行利益让渡等政策目标间的平衡。
- 三季度降息在市场预料中，但时隔 1 月再降息的时点出乎意料，蕴含 6 月份 CPI 可能降至市场预期的 2.3% 左右，但同时 GDP 增速可能跌破 7.5%。物价显著回落为稳增长的政策放松打开了空间。
- 中期的稳增长以及持续降息，意味降息周期确立。根据我们乐观判断物价到年底才能见底回升的判断、当前利率结构以及央行慢升息快降息的传统操作，我们预计本轮降息周期还有 2-3 次降息，年内可能还有 2 次。
- 本轮降息的操作有多处不同，（1）以往降息中，贷款利率的调整是多降长期，少降短期。但本轮两次降息，长、短期同降 0.25 个基点，不仅重在激活投资，而更在降低企业借贷成本，包括活期成本成为当前改善企业盈利的需要。
- （2）存款利率的长多降，短少降，有别以往长多降、短活稳，意在提高货币活化和可能的缓冲银行利差冲击。上一轮 4 次降息只有第三次降活期存款，而本轮两次降息 3 个月存款同降 0.25 个点，活期存款分别下降 0.1 个 0.05 个点。与此同时，长期存款仍快于短期存款。显然，激活货币的意愿强烈。但考虑到银行短、活期存款占比较高，在一定程度上保护银行的实际利差。
- （3）贷款下浮扩大意在减负，但需降准配合，预计年内再降准 2 次。本次降息后 1 年期贷款存款利率差在理论上降至 2.7%，比起动降息前降低 0.36 个基点，银行将向企业和居民转移利润。但本次利率扩大下浮至 0.7，企业能否获得低于基准的利率仍需降准释放货币配合。
- （4）本次降息快于降准节奏，意在有序放货币而稳通胀预期但兼顾激活投资。相比上半年仅降准 2 次的节奏，1 月内降息 2 次的节奏凸显价格工具的倚重，背后在于避免在存量货币过高情况下再次大幅释放流动性带来的通胀预期；
- （5）非对称降息顺应国际规则而行，不必过分解读，但客观有利实体经济。1 年期的存、贷款不对称降息意在央行借机完成年化利率被 5 整除的国际通行做法，而贷款其他期限都降 0.25 个基点也反映并非刻意非对称降息。

证券分析师：王国兵

执业证书编号：S0550511110002

(021)20361155 wanggb@nesc.cn

相关报告

《慢降即回升 复苏有迹象但不稳固》

2012-7-02

《M2 缺口转正 货币收缩结束 进入新的扩

2012-6-11

《政策协调性和正反馈作用增强 助经济触

2012-6-10

《稳增长信号强化 慎看减息短期效果但意

2012-6-08

《PMI 值的涉水过河与去伪存真》

2012-6-01

主要事件:

国人民银行决定,自 2012 年 7 月 6 日起下调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点,一年期贷款基准利率下调 0.31 个百分点;其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。

自同日起,将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的 0.7 倍。个人住房贷款利率浮动区间不作调整,金融机构要继续严格执行差别化的各项住房信贷政策,继续抑制投机投资性购房。

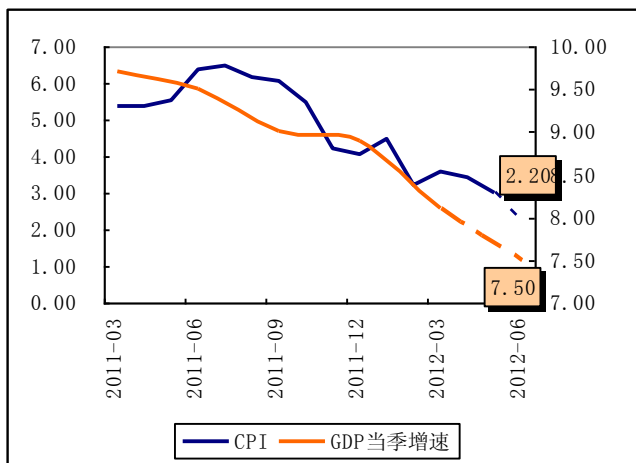
点评:

1. 物价明显回落和经济增速继续下滑刺激再次降息

三季度降息在市场预料中,但时隔 1 月再降息的时点出乎意料,蕴含 6 月份 CPI 可能降至市场预期的 2.3% 左右,但同时 GDP 增速可能跌破 7.5%。物价显著回落为稳增长的政策放松打开了空间。

中期的稳增长以及持续降息,意味降息周期确立。根据我们乐观判断物价到年底才能见底回升的判断、当前利率结构以及央行慢升息快降息的传统操作,我们预计本轮降息周期还有 2-3 次降息,年内可能还有 2 次。

图 1: 2012 年 2 季度物价和 GDP 同时大降



数据来源: 东北证券, Wind

表 1: 参考上一轮利率结构, 还有 2-3 次降息

2008-10-09	0.54	1.26	1.71
2008-10-30	0.54	1.17	1.53
2008-11-27	0.54	1.08	1.35
2008-12-23	0.54	1.08	1.35
2012-06-08	0.85	1.40	1.85
2012-07-06	0.75	1.25	1.75

东北证券, Wind

2. 存、贷款各自降息操作不同以往, 背后含义多重

本轮降息的操作有多处不同, (1) 以往降息中, 贷款利率的调整是多降长期, 少降短期。但本轮两次降息, 长、短期同降 0.25 个基点, 不仅重在激活投资, 而更在降低企业借贷成本, 包括活期成本成为当前改善企业盈利的需要。

(2) 存款利率的长多降, 短少降, 有别以往长多降、短活稳, 意在提高货币活化和可能的缓冲银行利差冲击。上一轮 4 次降息只有第三次降活期存款, 而本轮两次降息 3 个月存款同降 0.25 个点, 活期存款分别下降 0.1 个 0.05 个点。与此同时, 长期存款仍快于短期存款。显然, 激活货币的意愿强烈。但考虑到银行短、活期存款占比较高, 在一定程度上保护银行的实际利差。

表 2: 本轮两次短期贷款利率降幅高于上一轮凸显给企业整体降幅的意愿

	短期贷款利	短期贷款利率:6	中长期贷款利率:1	中长期贷款利率:3	中长期贷款利
--	-------	----------	-----------	-----------	--------

	率:6 个月	个月至 1 年(含)	至 3 年(含)	至 5 年(含)	率:5 年以上
2008-09-16	-0.36	-0.27	-0.27	-0.18	-0.09
2008-10-09	-0.09	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27
2008-10-27	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2008-10-30	-0.09	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27
2008-11-27	-0.99	-1.08	-1.08	-1.08	-1.08
2008-12-23	-0.18	-0.27	-0.27	-0.18	-0.18
2011-07-07	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
2012-06-08	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25
2012-07-06	-0.25	-0.31	-0.25	-0.25	-0.25

数据来源: 东北证券, Wind

表 3: 本轮两次短期存款利率降幅高于上一轮凸显给激活货币以及可能的平衡

银行利息

	活期存款	3 个月	6 个月	1 年(整存整取)	2 年(整存整取)	3 年(整存整取)	5 年(整存整取)
2008-10-09	0.00	-0.18	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27
2008-10-30	0.00	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.36	-0.45
2008-11-27	-0.36	-0.90	-0.99	-1.08	-1.08	-1.17	-1.26
2008-12-23	0.00	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27	-0.27
2011-07-07	0.00	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
2012-06-08	-0.10	-0.25	-0.25	-0.25	-0.30	-0.35	-0.40
2012-07-06	-0.05	-0.25	-0.25	-0.25	-0.35	-0.40	-0.35

数据来源: 东北证券, Wind

3. 存贷利率浮动范围致利差缩小

本次利率调整扩大贷款下浮范围至 0.7 倍, 贷款下浮扩大意在减负, 但需降准配合, 预计年内再降准 2 次。本次降息后 1 年期贷存款利率差在理论上降至 2.7%, 比起动降息前降低 0.36 个基点, 银行将向企业和居民转移利润。但本次利率扩大下浮至 0.7, 企业能否获得低于基准的利率仍需降准释放货币配合。

表 4: 存贷利率浮动范围致利差缩小

	1 年贷款基准利率	1 年贷款基准利率	1.1 倍基准利率	1 年期贷存利差
2011-07-07	6.56	3.50	3.50	3.06
2012-06-08	6.31	3.25	3.58	2.74
2012-07-06	6.00	3.00	3.30	2.70

数据来源: 东北证券, Wind

4. 降息而非降准蕴含价格工具的利用

本次降息快于降准节奏, 意在有序放货币而稳通胀预期但兼顾激活投资。相比上半年仅降准 2 次的节奏, 1 月内降息 2 次的节奏凸显价格工具的倚重, 背后在于避免在存量货币过高情况下再次大幅释放流动性带来的通胀预期。

5. 非对称降息不必刻意强调

非对称降息恐顺国际规则而行, 不必过分解读, 但客观有利实体经济。1 年期的存、贷款非对称降息意在央行借机完成年化利率被 5 整除的国际通行做法, 而贷

款其他期限都降 0.25 个基点也反映并非刻意非对称降息。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：<http://www.nesc.cn>

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760