

2012 年 07 月 06 日

降息周期确认 累积效果可期

——央行第 2 次降息点评

相关报告

《货币政策一小步，稳增长一大步——年内央行首次降息点评》
2012-6-8

《从减法到加法——2012 年春季宏观报告》
2012-4-23

证券分析师
李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持
张承启
zhangcq@swsresearch.com

联系人
钟嘉妮
(8621)23297336
zhongjn@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

中国人民银行决定，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下调 0.25 个百分点、贷款基准利率下调 0.31 个百分点。同时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，同时个人住房贷款利率浮动区间不作调整。

评论：

- 6 月 7 日年内首次降息，时隔不到一个月时间，央行再次降低存贷款基准利率，并扩大贷款利率浮动下限，印证了我们提出的中国进入降息周期的判断，确认了国家稳增长的决心，也进一步体现了国家加快推进利率市场化的决心。
- 几乎在中国降息同时，欧洲央行降息 25 个基点，丹麦央行降息 25 个基点，英国央行将量化宽松规模再扩大 500 亿英镑，几大行同时降息可能有偶然性。单就我国此次降息的频率而言，1 月 1 降，这样的频率已经接近 2008 年 9 月到 12 月间 4 个月降息 5 次的政策力度。国家稳定经济增长的决心得到进一步体现。
- 与上次相比，央行降息的原因相同，首先，经济增速持续不振，经济下行压力依旧很大。从目前的高频数据看，6 月份和 2 季度经济数据很有可能低于我们的预期。其次，通货膨胀持续缓解为降息提供了空间。央行降息的非对称性也非常相似。上次是名义对称降息实为非对称降息，这次无论名义实际都是非对称降息。此次降息后一年期贷款利率最大下降幅度达到 85 个基点（ $6.31 \times 0.8 - 6.00 \times 0.7$ ）。通过降低资金成本、刺激需求，尤其是投资需求的用意非常明显。
- 值得强调的是，两次降息之后一年期贷款利率已经下降了 170 个基点，相对于降息前资金成本平均下降了 30%，其累积效果已经非常可观，可以预期，未来 3-6 个月其对经济增长的刺激效果将逐渐显现。
- 维持年内还有两次降准和一次降息的判断。降息和降准功能不同，降息主要是降低资金成本，通过刺激需求来稳定经济；降准主要通过扩大货币供应来稳定经济，二者不能完全替代，因此降息并不能降低降准的可能。我们认为在外汇占款增加减少的情况下，预计年内还会有 2 次降准。在上次报告中我们认为今年一共有三次降息，已经降了两次，年内至少应该还有一次降息。如果经济增长乏力，物价低于预期，降息的次数也很有可能多于我们预期。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

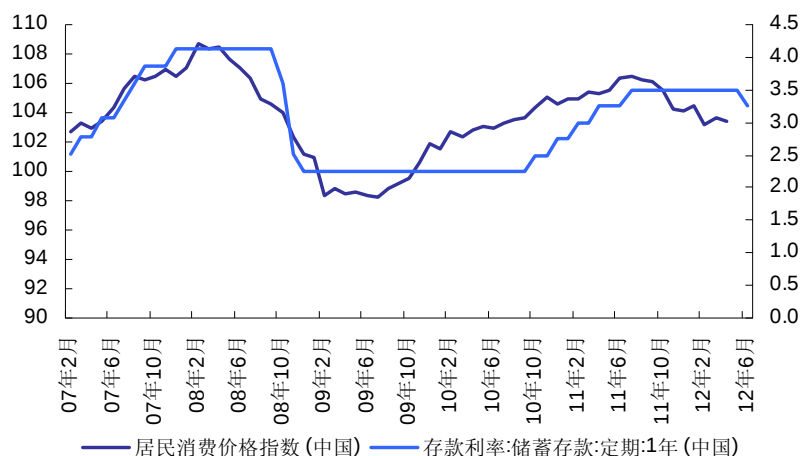
- 稳增长力度不断加大的情况下，我们认为没有必要对中国经济悲观。我们维持经济 2 稳 3 探 4 回升的判断不变。
- 从行业上看，在资金成本趋势性走低的情况下，资产负债率较高以及财务费用占比较高的公用事业、房地产、轻工制造、交通运输、有色金属、纺织服装、黑色金属、农林牧渔、建筑建材、机械设备等 10 大行业将明显受益。

表 1、调整前后的存贷款利率

	调整前利率(%)	调整后利率(%)	利率变动(百分点)	波动区间上下限利率(%)
	(A)	(B)	(C=B-A)	(D=B*上/下限)
一、城乡居民和单位存款				
(一) 活期存款	0.4	0.35	-0.05	0.385
(二) 整存整取定期存款				
三个月	2.85	2.6	-0.25	2.86
半年	3.05	2.8	-0.25	3.08
一年	3.25	3	-0.25	3.3
二年	4.1	3.75	-0.35	4.125
三年	4.65	4.25	-0.4	4.675
五年	5.1	4.75	-0.35	5.225
二、各项贷款				
六个月	5.85	5.6	-0.25	3.92
一年	6.31	6	-0.31	4.2
一至三年	6.4	6.15	-0.25	4.305
三至五年	6.65	6.4	-0.25	4.48
五年以上	6.8	6.55	-0.25	4.585
三、个人住房公积金贷款				
五年以下(含五年)	4.2	4	-0.2	
五年以上	4.7	4.5	-0.2	

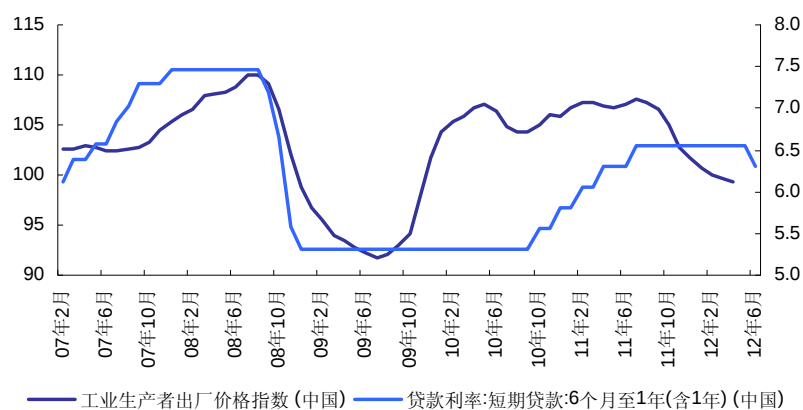
资料来源：CEIC、申万研究

图 1：存款利率与 CPI



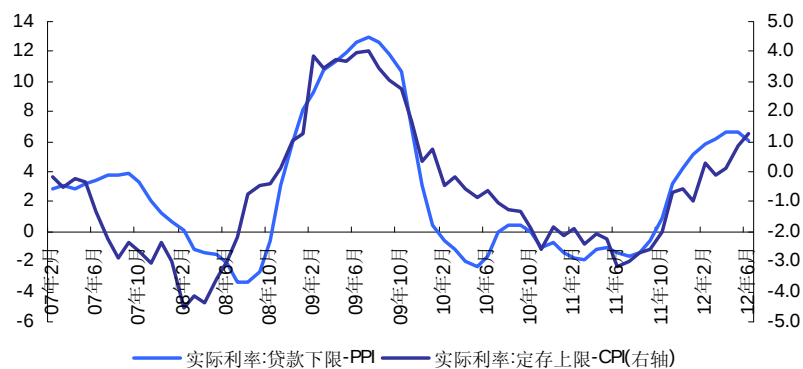
资料来源：CEIC、申万研究

图 2： 贷款利率与 PPI



资料来源：CEIC，申万研究

图 3： 用存贷款利率-CPI/PPI 表征的实际利率



资料来源：CEIC，申万研究

表 1、历次利率调整情况与实际利率关系

时间	存款	贷款	存款利率-CPI	贷款利率-PPI
	调整幅度	调整幅度		
2012 年 7 月 6 日	0.25	0.31	0.70	6.17
2012 年 6 月 7 日	0.25	0.25	-0.15	6.38
2011 年 7 月 7 日	0.25	0.25	-3.00	-1.64
2011 年 4 月 6 日	0.25	0.25	-2.05	-1.14
2011 年 2 月 9 日	0.25	0.25	-1.90	-1.78
2010 年 12 月 26 日	0.25	0.25	-1.85	-0.70
2010 年 10 月 20 日	0.25	0.25	-1.90	-0.04
2008 年 12 月 23 日	-0.27	-0.27	1.05	5.92
2008 年 11 月 27 日	-1.08	-1.08	0.12	3.03
2008 年 10 月 30 日	-0.27	-0.27	-0.40	-0.60
2008 年 10 月 9 日	-0.27	-0.27	-0.40	-0.60
2008 年 9 月 16 日	0.00	-0.27	-0.46	-2.65
2002 年 2 月 21 日	-0.27	-0.54		

资料来源：申万研究

注：6 月 CPI 和 PPI 基于申万宏观预测，存贷款利率以上下限计算

表 2、各行业财务费用占比（2012 年一季报）

一级行业	
公用事业	8.70%
房地产	3.90%
轻工制造	3.00%
交通运输	2.90%
有色金属	2.10%
纺织服装	1.90%
黑色金属	1.70%
农林牧渔	1.60%
建筑建材	1.50%
机械设备	1.10%
化工	0.80%
信息服务	0.80%
医药生物	0.80%
采掘	0.70%
餐饮旅游	0.70%
电子	0.70%
金融服务	0.50%
商业贸易	0.50%
信息设备	0.50%
交运设备	0.40%
家用电器	0.10%
食品饮料	-0.10%
综合	3.2%
整体（剔除 ST）	1.3%
整体	1.3%

资料来源：申万行业比较数据库

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇：经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。