

中国宏观策略研究

央行政策拼盘背后的利害权衡

2015 年 8 月 29 日

- 中国人民银行决定，自 2015 年 8 月 26 日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率各 0.25 个百分点，以进一步降低企业融资成本。同时，放开一年期以上（不含一年期）定期存款的利率浮动上限，活期存款以及一年期以下定期存款的利率浮动上限不变。自 2015 年 9 月 6 日起，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，以保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。同时，为进一步增强金融机构支持“三农”和小微企业的能力，额外降低县域农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行等农村金融机构准备金率 0.5 个百分点。额外下调金融租赁公司和汽车金融公司准备金率 3 个百分点，鼓励其发挥好扩大消费的作用。央行就在目前这个时间点出台降息降准等措施的答记者问中解释：“在我国经济增长仍存在下行压力，稳增长、调结构、促改革、惠民生和防风险的任务还十分艰巨，全球金融市场近期也出现较大波动，需要更加灵活地运用货币政策工具，为经济结构调整和经济平稳健康发展创造良好的货币金融环境”。
- 简而言之，本次降息降准背后的驱动因素就是：经济基本面恶化以及金融市场系统性风险上升。从经济基本面来看，7 月份经济数据低于预期，说明实体经济还在筑底过程中企稳改善的动能不足，因此在目前的政策上要加大积极财政政策实施和推进的力度，而这个过程中需要相对宽松的货币政策来配合，例如在地方政府债务置换以及基础设施投资配套融资方面，因此降准来释放流动性的必要性很高。而降息是为了进一步实体经济融资贵的问题，虽然目前来看金融机构加权平均利率在上半年出现明显下降，但依然高于名义 GDP 增速，因此需要进一步下调。此外因为目前稳增长的重心是拉基建，而基建投资的回报相对不高，降息在很大程度上也是降低融资成本来提高企业加大参与基建投资的动力。而定向降准体现的是货币政策的灵

章俊

宏观经济研究主管

联系方式：

电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

活性和针对性，在存准普降的基础上定向降准可以提高货币政策的有效性，使得相对薄弱部门和企业获得更多的流动性支持。从资本外流的角度上来看，降准将有效对冲资本外流带来的流动性紧缩效应，在目前经济增长疲软要求货币宽松的背景下显得尤为重要。最后降息降准在目前A股市场在全球资本市场暴跌的拖累的背景下，一方面可以防范市场由于抛售而出现流动性危机，另一方面是展示政府对稳增长的立场和决心，进而起到增强市场信心和稳定股市的作用。央行在达记者问中也比较直白的说明了上述部分原因，例如提及“降低贷款及存款基准利率，主要目的是继续发挥好基准利率的引导作用，促进降低社会融资成本，支持实体经济持续健康发展”；“此次降低存款准备金率，主要是根据银行体系流动性变化，适当提供长期流动性，以保持流动性合理充裕，促进经济平稳健康发展。人民银行近期完善了人民币兑美元汇率中间价的报价机制，并对过去中间价与市场汇率的点差进行了校正，外汇市场在趋近均衡的过程中，也会引起流动性的波动，需要相应弥补所产生的流动性缺口，降低存款准备金率可以起到这样的作用。”

押补充贷款(PSL)等增加市场流动性和可贷资金的举措。这里面蕴含着央行向市场表明其坚定的稳增长的货币政策立场，这也反映了央行目前更为关注的是国内经济增长和金融市场的稳定问题，而暂时对人民币汇率不存在很大的担忧。

- **利率改革稳步推进。**就本次降息降准的同时放开一年期以上定期存款利率浮动上限的举措，央行对此的解释是“寓改革于调控之中，结合降息进一步推进利率市场化改革”。我们认为除了一方面表明央行在利率改革方面在稳步推进，不会因为经济基本面而推迟改革的进程；另一方面也在一定程度上起到淡化本次降息降准的危机应对的色彩。
- **降息降准增大人民币贬值压力？**目前降准降息原则上是会加大人民币贬值压力，但同时如果不降息降准国内经济继续惯性下滑加上资本外流造成流动性紧缩，以及目前金融市场的系统性风险上升带来的对经济基本面的负面冲击更大。我觉得央行在权衡利弊之后，两害取其轻，更倾向于先把经济基本面和资本市场先稳住，贬值压力可以通过央行直接和间接的市场干预来解决，毕竟央行手里还有3万亿的外汇储备。在央行回答记者问中，除了就降准降息及放开1年期以上定期存款利率浮动上限作出说明之外，央行还特别对近期的流动性操作专门作出特别说明：除降准外，近期央行还通过多种渠道和工具为市场提供流动性，包括扩大逆回购、中期借贷便利(MLF)、抵

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 75 楼

邮编：200120

电话：+86（0）21 2033-6000

传真：+86（0）21 2033-6040

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸质版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。

