

陆兴元 CFA

执业证书编号 S0120518020001

8621-68761616

lu_xy@tebon.com.cn

“降准”不是全面宽松的信号

——宏观周报

本周观点

中国国内方面，一季度 GDP 同比增长 6.8%，增速与去年四季度持平，主要是消费同比增速超预期，整体经济表现稳健。上周央行意外下调部分金融机构存款准备金率，以置换中期借贷便利，反映其降低小微企业融资成本，部分对冲外贸不确定性的政策意图。

中美贸易关系仍是市场焦点。美国商务部禁止美国企业向中兴通讯出售零部件，市场担忧贸易战或将升级。上周末美国财长努钦表示，他正在继续与中国财长进行协商，以努力解决双方分歧，给中美贸易问题平稳解决带来希望。

海外方面，美国经济维持温和增长态势。上周公布的美国 3 月零售销售、新屋开工、工业生产都显示经济温和增长。美联储褐皮书认为，美国经济依旧处于持续增长的轨道上，预计美联储将延续温和加息的路径。

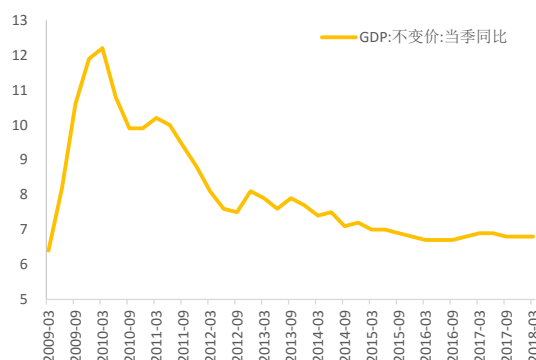
我们对 A 股维持谨慎看法。主要原因在于：

(1) 央行意外降准主要是考虑到资金面偏紧以及外部风险加大两大因素，为避免经济急剧下滑，从而适当释放流动性，所以决不意味着货币政策转向；

(2) 考虑到美联储仍在温和加息的轨道上，预计今年美联储还有两到三次的加息机会，未来中国央行大概率跟随上调利率；

(3) 中美贸易战还有反复，后续发展仍需密切关注。

中国一季度经济平稳，GDP 同比增 6.8%



一、专题：“降准”不是全面宽松的信号

1、央行再次动用存款准备金率政策工具

人民银行4月17日决定，从4月25日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点；同日，上述银行将各自按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利（MLF）。

这是央行自去年9月以来再度动用存款准备金率政策工具。上两次动用降准工具分别是：2017年9月30日，央行宣布，对普惠金融进行定向降准；2017年12月29日，央行宣布建立临时准备金动用安排，以满足新年和春节期间商业银行对流动性的需求。

央行指出，将使用降准释放的资金偿还其所借央行的MLF。此次操作主要涉及大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行，这几类银行目前存款准备金率的基准档次为相对较高的17%或15%，借用MLF的机构也都在这几类银行之中。其他存款准备金率已经处在较低水平的金融机构不在此次操作范围。具体操作分两步：第一步，从2018年4月25日起，下调上述几类银行人民币存款准备金率1个百分点；第二步，在降准当日，持有未到期MLF的银行，各自按照“先借先还”的顺序，用降准释放的资金偿还其所借央行的MLF，降准释放的资金略多于需要偿还的MLF。

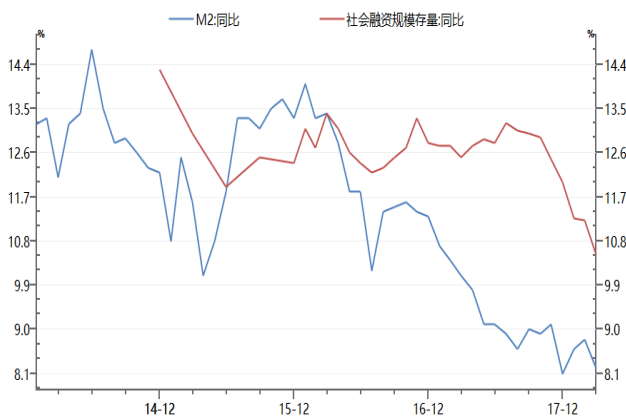
2、央行此次“降准”的原因：融资成本高企，经济前景转弱

(1) “降准”缓解资金成本压力

近期货币环境有所收紧。货币数量方面，4月13日，中国人民银行公布的一季度金融统计数据显示，3月末，广义货币(M2)增速为8.2%，分别比上月末和上年同期低0.6个和1.9个百分点。3月末社会融资规模存量为179.93万亿元，同比增长10.5%。M2和社融增速均呈现快速下滑的情况。

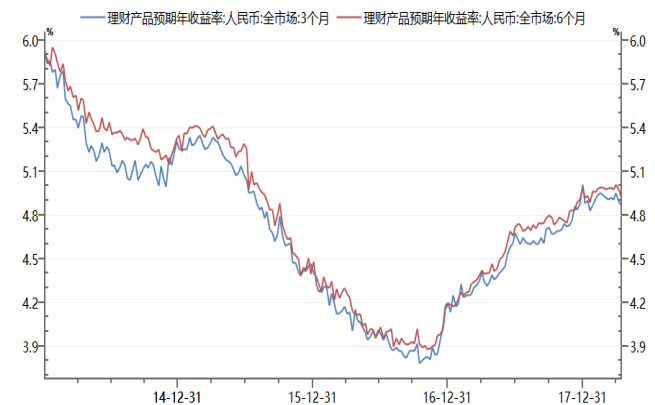
资金价格方面，比较有代表性的理财产品预期收益率近期攀升至近两年高位。Wind数据显示，截至4月15日，全市场理财产品预期收益率3个月期为4.86%，6个月期为4.92%，均处于近两年高位附近。

图1：M2和社会融资总额增速下滑



数据来源：wind

图2：理财产品收益率接近2年高位



数据来源：wind

考虑到近期货币环境的变化，小微企业融资难、融资贵的问题加剧，央行适时推出了降准措施。一方面，可以增加长期资金供应，银行资金成本将有所降低。置换 MLF 使商业银行付息成本有所减少，进而有利于降低企业融资成本。另一方面，释放 4000 亿元增量资金，增加了小微企业贷款的低成本资金来源。

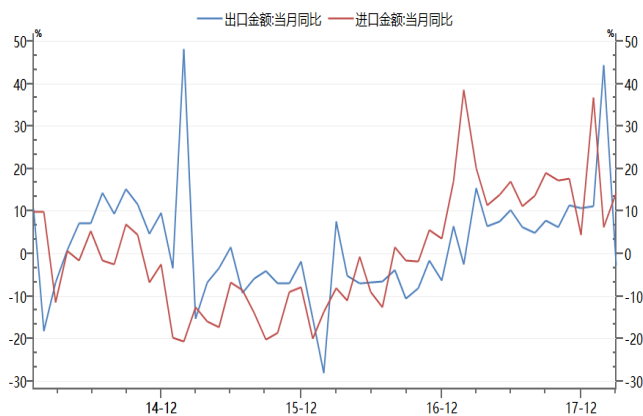
在推出降准措施的同时，人民银行将要求相关金融机构把新增资金主要用于小微企业贷款投放，并适当降低小微企业融资成本，改善对小微企业的金融服务，上述要求将纳入宏观审慎评估(MPA)考核。

(2) “降准”部分对冲中美贸易战的负面影响

中兴事件导致投资者对中美贸易战升温的担忧加剧。4月16日，美国商务部宣布，将禁止美国公司向中兴通讯销售零部件、商品、软件和技术7年，直到2025年3月13日，理由是中兴违反了美国限制向伊朗出售美国技术的制裁条款。受上述负面消息的打压，上证指数当天跌1.4%，创去年6月以来的收盘新低。

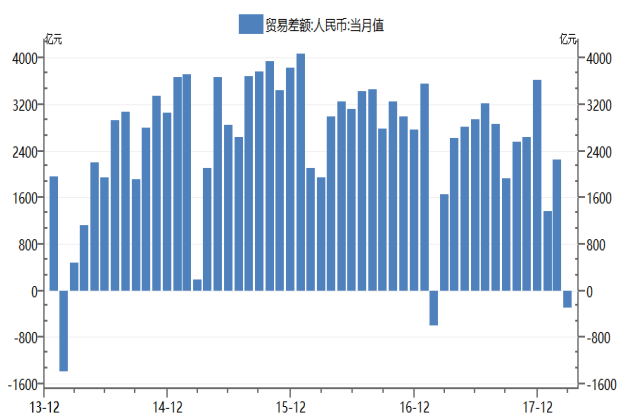
从外贸数据来看，今年的出口预计会成为经济增长的拖累因素。海关总署4月13日公布数据显示，中国3月出口（以人民币计）同比降2.7%，而且3月转为贸易逆差297.8亿元人民币，为2017年2月以来首次。3月出口数据不及预期，一方面与春节因素有关，另一方面是由于外需不振，一季度欧、美、日制造业PMI均持续回落。展望二季度出口的形势，中美贸易战的担忧和全球经济的减速将继续影响中国出口，进而会对中国经济增长形成压力。

图 3：3 月中国出口同比下降 2.7%



数据来源：wind

图 4：3 月中国出现贸易逆差 298 亿元



数据来源：wind

此次降准将释放 4000 亿元流动性，并且总体将流向小微企业，注入实体经济，因此对于整体经济有积极作用，从而部分抵消出口的不确定性。

3、货币政策中性基调不变，股市整体仍需谨慎

(1) 稳健中性的货币政策取向保持不变

此次降准释放的资金大部分用于偿还中期借贷便利，属于两种流动性调节工具的替代，而余下

的小部分资金则与 4 月中下旬的税期形成对冲，因此，在优化流动性结构的同时，银行体系流动性的总量基本没有变化，保持中性。同时，中国是发展中国家，为了防范金融风险，仍需保持相对较高的存款准备金率。

从央行的政策意图来看，此次降准主要是考虑到资金偏紧以及外部风险加大两大因素，适当释放流动性，所以决不意味着货币政策转向。

(2) 温和利好银行股，股市整体仍需谨慎

央行此次降准，预计将释放资金 1.3 万亿元，其中约 9000 亿元用于偿还 MLF，而中期借贷便利的银行成本为 3.3%，存款准备金利率为 1.62%。这两种流动性调节工具互相替换后，将降低银行负债端成本，预计将增加增厚银行业利润 151 亿元。考虑到银行板块市值巨大，利好对银行股的提振预计会较为温和。

从股市总体的角度分析，降准没有改变政策基调，仅对经济前景有小幅改善，但是考虑到出口的不确定性加剧，因此对整体股市仍需保持偏谨慎的看法。

二、中国：一季度 GDP 增速平稳，央行意外下调存款准备金率

1、习近平：封闭最终只能走进死胡同

国家主席习近平 4 月 16 日在人民大会堂会见世界经济论坛主席施瓦布。习近平强调，历史一再证明封闭最终只能走进死胡同，只有开放合作道路才能越走越宽，中国扩大开放的一系列重大举措将言出必行。他表示，当前世界上的问题和挑战这么多，还是要通过平等协商、加强多边合作来应对。

2、国务院常务会议决定对职务科技成果转化获得的现金奖励实行个人所得税优惠

国务院总理李克强 4 月 18 日主持召开国务院常务会议，确定推行终身职业技能培训制度的政策措施，提高劳动者素质、促进高质量发展；决定对职务科技成果转化获得的现金奖励实行个人所得税优惠，使创新成果更好服务发展和民生。

3、人民银行决定下调部分金融机构存款准备金率，以置换中期借贷便利

中国人民银行决定，从 2018 年 4 月 25 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点；同日，上述银行将各自按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利（MLF）。

此次降准主要为了引导金融机构加大对小微企业的支持力度，增加银行体系资金的稳定性，优化流动性结构。中国人民银行将继续实施稳健中性的货币政策，保持流动性合理稳定，引导货

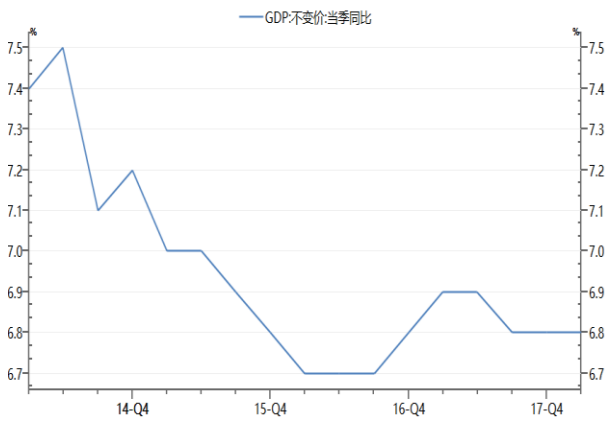
币信贷和社会融资规模平稳适度增长，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

4、今年第一季度中国 GDP 同比增长 6.8%

国家统计局 4 月 17 日公布，2018 年第一季度我国 GDP 总值为 198783 亿元，同比增长 6.8%，增速与去年四季度持平，增速比去年全年降低 0.1 个百分点。

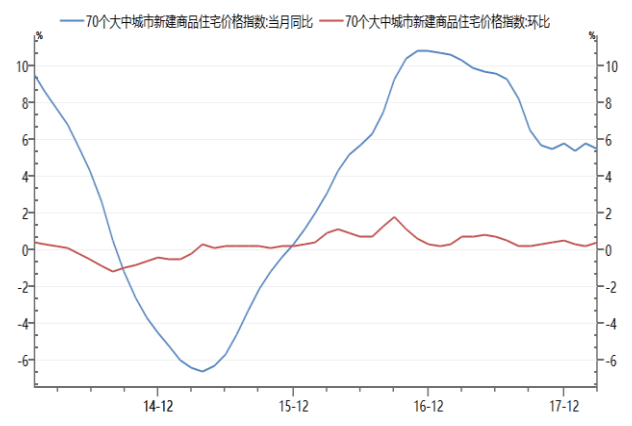
中国一季度经济继续平稳运行，主要是消费同比增速超预期升至双位数，但投资增速出现回落，3 月工业增速降至逾半年低点，预示经济仍存在一定下行压力。

图 5：一季度中国 GDP 同比增速持平于 6.8%



数据来源：wind

图 6：3 月 70 大中城市房价环比上涨



数据来源：wind

5、3 月 70 个大中城市有 55 城房价上涨

4 月 18 日，国家统计局发布了 2018 年 3 月份 70 个大中城市住宅销售价格统计数据显示，3 月份新建商品住宅销售价格上涨的城市明显增加，为 55 个，2 月份为 44 个城市价格上涨。

三、中美贸易战：中兴事件令市场担忧加剧，关注美财长言论

1、美国商务部禁止美国企业向中兴通讯出售零部件

美国商务部已禁止该国企业在 7 年内向中国电信设备制造商中兴通讯出售零部件，因该公司违反了在被认定非法向伊朗出售货品后，与美国政府达成的协议。

此项行动可能对中兴通讯带来重大打击，中兴通讯 A 股和 H 股 4 月 17 日起停牌。中国商务部回应称，将密切关注事态进展，随时准备采取必要措施，维护中国企业的合法权益。

2、中国商务部决定对原产于美国的进口高粱实施临时反倾销措施

中国商务部裁定原产于美国的进口高粱存在倾销，国内高粱产业受到了实质损害，决定对原产于美国的进口高粱实施临时反倾销措施。根据裁定，自 2018 年 4 月 18 日起，进口经营者在进口原产于美国的进口高粱时，应依据裁定所确定的各公司保证金比率（178.6%）向海关提供相应的保证金。

3、美国商务部初裁中国铝板享有补贴

美国商务部 4 月 17 日表示，已初步裁定从中国进口的普通合金铝板享受了补贴，因此设定了最高 113% 的反补贴税。美国商务部在声明中称，据估算 2016 年从中国进口的通用合金铝板价值为 6 亿美元。声明称，最终裁定将在 8 月 30 日宣布。

4、美国财长努钦可能出访中国

美国财长努钦 4 月 21 日对媒体表示，他正在继续与中国财长进行协商，努力解决双方在贸易问题上的分歧。他表示，他有可能亲自去一趟北京。

“出访的事情正在考虑当中，”努钦在华盛顿举行的国际货币基金组织 (IMF) 和世界银行春季会议的记者会上说。“我不会就具体时间置评，我也没有什么需要证实的事情，但出访的事情正在考虑当中。”

商务部新闻发言人 4 月 22 日表示，美国财长努钦表示考虑来华磋商，中方对此表示欢迎。

四、全球：美国经济维持温和增长态势，朝鲜宣布停止核试

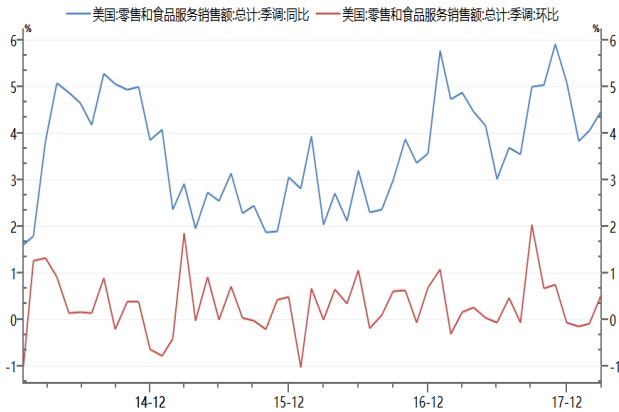
1、美国经济数据维持强势

美国 3 月零售销售反弹。美国 3 月零售销售环比增长 0.6%，此前三个月均为负增长。扣除汽车 3 月零售销售环比 0.2%，扣除汽车与汽油 3 月零售销售环比 0.3。美国零售销售在连续三个月下滑后转为增长，表明消费者加大了对汽车及其他高价物品采购力度，二季度消费者支出有望转强。

美国 3 月新屋开工环比增长 1.9%。美国商务部称，3 月房屋开工增长 1.9%，经季节调整后年率为 131.9 万户。住宅建设增幅超预期，因多户住宅建设反弹，但独栋屋建设疲弱，表明可供销售的房屋严重短缺的状况可能会持续。

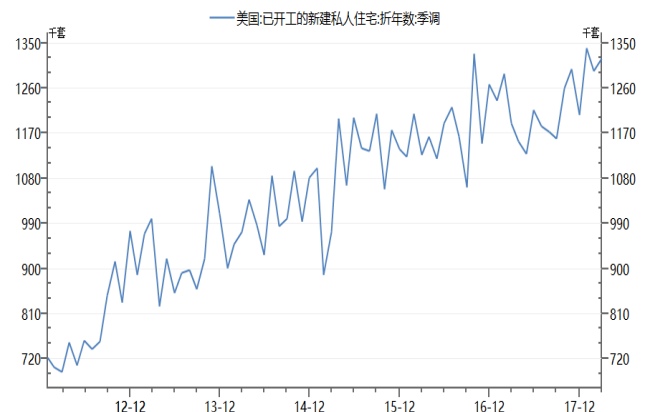
美国 3 月工业生产稳固增长。美国 3 月工业生产指数增长 0.5%，较 2 月跃升 1.0% 有所回落，但仍强于预期，因寒冷天气提振公用事业产出。

图 7：美国 3 月零售销售环比反弹



数据来源：wind

图 8：美国 3 月新屋开工环比增长 1.9%



数据来源：wind

2、美联储褐皮书：经济增长仍在轨道上

美联储发布褐皮书，美联储官员们认为强劲的商业借贷、消费者支出增加和劳动力市场收紧表明美国经济依旧处于持续增长的轨道上。但全球贸易战是一个潜在风险。此外，制造业、农业和交通等行业对美国政府已推出或计划推出的关税感到担忧。

3、英国央行行长卡尼：脱欧不确定性和经济数据疲软，暗示英国 5 月可能不会加息

英国央行行长卡尼讲话表示，近期英国的经济数据喜忧参半，并透露出加息放缓的可能，同时他还强调了脱欧的不确定性已经影响到了英国商业投资的增长势头，英国央行可能会调整货币政策，以稳定经济增长。

4、加拿大央行维持利率不变，警惕贸易保护主义威胁

加拿大央行 4 月 19 日维持政策利率在 1.25% 不变，符合市场预期。加拿大央行利率决议声明重申，未来会在利率行动上保持谨慎。

加拿大央行表示，通胀接近 2%，预计 2018 年将“温和上升”，住房市场和出口活动疲软，使得第一季度 GDP 增速低于央行预期。加拿大央行强调，贸易保护主义依旧是最大风险。全球经济处于温和走强轨道上，但地缘政治局势升级和贸易冲突对潜在经济扩张构成风险。

5、朝鲜宣布停止核及弹道导弹试验

朝鲜劳动党 4 月 20 日召开的七届三中全会宣布，停止核武器和洲际弹道导弹试验，废弃北部的核试验场，并提出了集中力量发展经济的新战略路线。

五、本周重大财经事件

日期	国家/区域	事件
2018/4/27	中国	工业企业利润:累计同比(%) 2018/03
2018/4/26	欧盟	欧洲央行公布利率决议
2018/4/27	欧盟	欧元区:消费者信心指数:季调 2018/04
2018/4/27	欧盟	欧盟:经济景气指数:季调 2018/04
2018/4/23	美国	芝加哥联储全国活动指数 2018/03
2018/4/23	美国	Markit 服务业 PMI:商务活动:季调 2018/04
2018/4/23	美国	成屋销售折年数(万套) 2018/03
2018/4/23	美国	Markit 制造业 PMI:季调 2018/04
2018/4/24	美国	新房销售(千套) 2018/03
2018/4/26	美国	耐用品:新增订单(百万美元) 2018/03
2018/4/26	美国	当周初次申请失业金人数:季调(人) 2018/04
2018/4/27	美国	不变价:环比折年率:个人消费支出:季调 2018/03
2018/4/27	美国	GDP(初值):环比折年率(%) 2018/03
2018/4/27	美国	美国总统特朗普在白宫会见德国总理默克尔
2018/4/27	美国	密歇根大学消费者预期指数 2018/04

六、风险提示

中美贸易战全面爆发。全球主要央行更快收紧货币政策。

分析师声明

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。

法律声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归德邦证券股份有限公司所有。未获得德邦证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。