

降准凸显央行政策的独立性，经济仍面临下行压力

——宏观经济专题报告

央行实施降准置换 MLF 并释放资金 7500 亿元：2018 年 10 月 7 日，中国人民银行发布公告表示，为进一步支持实体经济发展，优化商业银行和金融市场的流动性结构，降低融资成本，引导金融机构继续加大对小微企业、民营企业及创新型企业支持力度，中国人民银行决定，从 2018 年 10 月 15 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，当日到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。中国人民银行将继续实施稳健中性的货币政策，不搞大水漫灌，注重定向调控，保持流动性合理充裕，引导货币信贷和社会融资规模合理增长，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。根据央行公告显示，本次降准所释放的部分资金用于偿还 10 月 15 日到期的约 4500 亿元中期借贷便利（MLF），这部分 MLF 当日不再续做。除去此部分，降准还可再释放增量资金约 7500 亿元。今年 4 月 17 日，央行已经进行过一次降准置换 MLF，释放 4000 亿增量资金。央行有关负责人表示，再次降准置换 MLF 并不意味着货币政策取向发生改变，稳健中性的货币政策取向保持不变。本次降准仍属于定向调控，降准释放的部分资金用于偿还中期借贷便利，属于两种流动性调节工具的替代，而余下资金则与 10 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。央行将继续实施稳健中性的货币政策，不搞大水漫灌，注重定向调控，保持流动性合理充裕，引导货币信贷和社会融资规模合理增长，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。

图表 1：央行 10 月 7 日发布降准公告



资料来源：中国央行，北广投资管研究院整理

2018 年以来央行已实施四次降准：根据 WIND 数据显示，自 2000 年以来，大中小型存款准备金率变动了 49 次。其中 2000 年至 2011 年上半年除了 2008 年金融危机期间小幅降准了数次外，基本以增加存款准备金率为主，一直到 2011 年 6 月达到最高峰。其中，中小型存款类金融机构存款准备金率为 19.5%，大型存款类金融机构为 21.5%。随后，从 2011 年 12 月开始逐渐进入降准通道，最近 8 年时间里，央行共进行 12 次降准，其中 2017 年 9 月份宣布，2018 年 1 月份全面实施的普惠金融定向降准较为特殊，即

凡前一年上述（普惠金融）贷款余额或增量占比达到 1.5% 的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调 0.5 个百分点；前一年上述贷款余额或增量占比达到 10% 的商业银行，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调 1 个百分点。包括 1 月份这次有条件的定向降准在内，今年以来央行已实施了 3 次降准，分别是 4 月 17 日宣布，4 月 25 日实施降准 1 个百分点；6 月 24 日宣布，7 月 5 日实施的定向降准 0.5 个百分点和本次 10 月 7 日宣布，10 月 15 日实施的降准 1 个百分点。

图表 2：2015 年以来央行历次降准情况

公布时间	生效时间	调整前	调整后	幅度
2018年10月7日	2018年10月15日	15.5	14.5	-1.0
2018年6月24日	2018年7月5日	16.0	15.5	-0.5
2018年4月17日	2018年4月25日	17.0	16.0	-1.0
2016年2月29日	2016年3月1日	17.5	17.0	-0.5
2015年10月23日	2015年10月24日	18.0	17.5	-0.5
2015年8月25日	2015年9月6日	18.0	18.0	0.0
2015年6月27日	2015年6月28日	18.5	18.0	-0.5
2015年4月19日	2015年4月20日	19.5	18.5	-1.0
2015年2月4日	2015年2月5日	20.0	19.5	-0.5

数据来源：中国央行，北广投资管研究院整理

央行连续两次未跟随美联储加息，凸显货币政策独立性：在美联储加息的同时国内降准，表明货币政策以国内目标为主，保持独立性。这已经是中国央行连续两次未跟随美联储加息，展现央行货币政策的独立性，也凸显其更加重视国内经济的政策目的。但美联储实施年内第 3 次加息，缩表规模持续扩大，10 月 3 日后美国 10 年期国债收益率突破 3.2%，美债快速上行，中美利差缩窄，引发资本外流预期，人民币贬值预期有所上升。一般而言，降准政策宣告时间代表信号效果，宣告与实施间隔反应政策时效。本次降准的宣告时间在国庆长假最后一天，提振市场预期的意图明显；宣告与实施间隔与 4 月定向降准相同，均为 8 天，低于 1 月的 117 天和 7 月的 11 天，说明监管层对目前国内外经济形势的担忧，提前做好预调微调。2018 年 9 月 26 日，央行 3 季度货币政策例会强调：1) 高度重视逆周期调节；2) 努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，提升金融服务实体经济能力，推动形成经济金融良性循环；3) 坚持稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期；4) 在利率、汇率和国际收支等之间保持平衡。同时，金融去杠杆逐步转入稳杠杆。

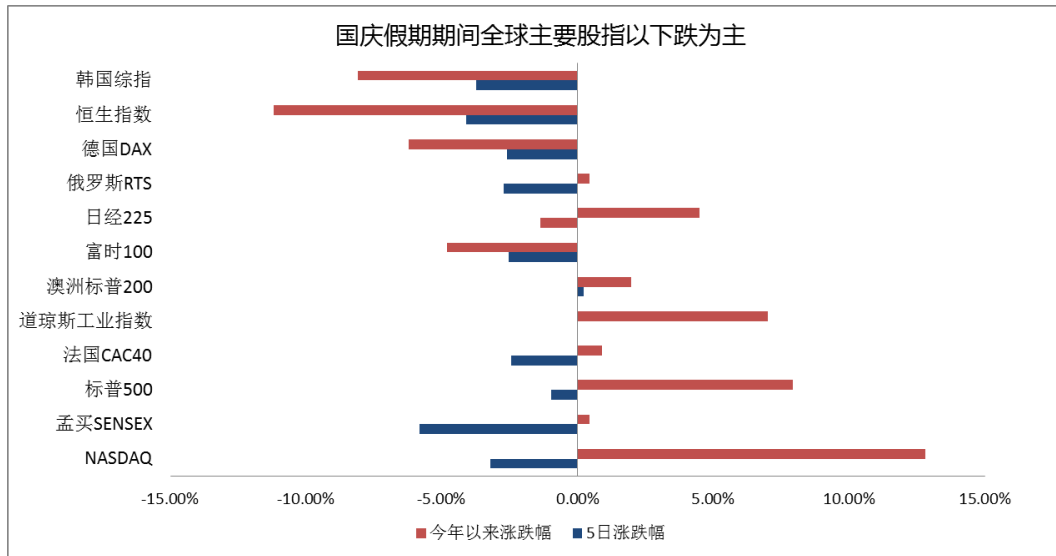
图表 3：2018 年中国政府关于货币政策的表述

日期	文件/会议	主要内容
5月11日	《2018年第1季度中国货币政策执行报告》	着力推动利率双轨制逐步合为“单轨”；货币政策突出向价格型调控转变的导向，政策目标中的“去杠杆”调整为“调结构”。
7月23日	国务院常务会议	更好发挥财政金融政策作用，扩内需，补短板，增后劲，惠民生， 未提去杠杆 。
7月31日	中央政治局会议	稳就业、稳金融、稳外贸、稳投资、稳预期，把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来， 坚定做好去杠杆工作，把握好力度和节奏，协调好各项政策出台时机 。
8月3日	国务院金融稳定发展委员会第二次会议	必须更加重视打通货币政策传导机制 ，在把握好货币总闸门的前提下，要在信贷考核和内部激励上下更大功夫，增强金融机构服务实体经济的能力。
8月10日	《2018年第2季度中国货币政策执行报告》	防止需求“几碰头”，结构上持续优惠小微，政策注重前瞻性，形成“几家抬”合力，在保持流动性合理充裕下， 重点疏通货币政策传导机制 。
9月4日	民营企业、小微企业座谈会	通过央行定向降准、支农支小再贷款再贴现、扩大MLF合格抵押品范围等措施 支持民营企业、小微企业发展 。
9月26日	3季度货币政策例会	努力做到 金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应 ，提升金融服务实体经济能力，推动形成经济金融良性循环。

资料来源：新华网，北广投资管研究院整理

国庆期间外围市场普遍下跌，股市汇市双双承压：国庆长假期间（10月1日—10月7日），中国金融市场全部休市，但外部市场则是震荡不已。香港恒生指数自10月2日开市以来连续下跌4天，累计跌幅达到4.38%，跌破27000点关口，逼近9月低点26219.56点。还有，受周边市场影响，境外上市交易的富时A50指数期货，国庆假期期间下跌4.1%。同时，美国长债利率升至3.23厘，导致新兴市场股汇双双下跌，离岸人民币兑换美元一度跌穿6.9。而这些与在国庆假期前夕，上证综合指数走出一波小行情形成反向行情。在这种情况下，外围市场的下跌肯定会对国庆假期后国内股市造成巨大的影响与压力。因此，央行选择在国庆长假的最后一天宣布降准，也体现出稳定当前国内金融市场成为央行的第一要务。再加上国庆前夕美联储再一次进行加息，人民币汇率贬值压力继续增大，央行希望通过降准向市场释放流动性，缓解国内股市及汇率过分震荡及波动的压力。同时，根据公告内容来看，央行本次降准强调是其定向性，更强调货币政策基调没有改变，也强调不是中国货币政策全面宽松，并以此来引导市场预期，既要防止资金大量流出，更是减弱人民币贬值压力。

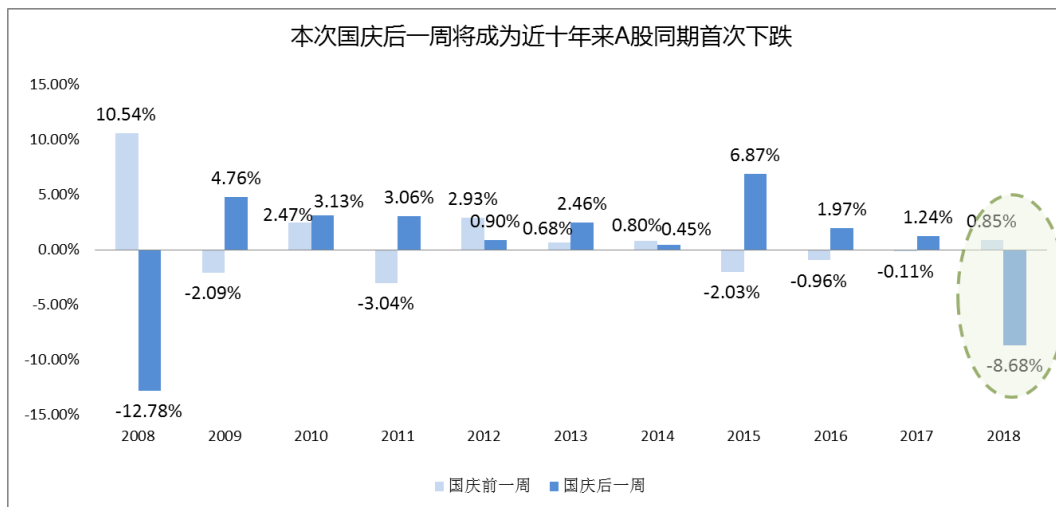
图表4：国庆长假期间全球主要股市表现



数据来源：WIND，北广投资管研究院整理

国庆后 4 个交易日 A 股累计跌幅 8.68%：受国庆前后欧美股市大跌的影响，十一小长假过后的 4 个交易日，A 股市场累计跌幅已超过 8%。10 月 11 日，上证指数大跌 5.22%，创两年半最大单日跌幅。2638 点的“熔断底”跌穿后，2600 点关口再告失守；深成指跌 6.07%，创业板指跌 6.3%。两市逾 1000 多只股票跌停。国庆节后的 4 个交易日（10 月 8 日-11 日），上证综指累计下跌了 8.68%，深证成指累计下跌了 10.89%，创业板指累计下跌了 11.19%，上证 50 累计下跌了 7.89%。从国庆节假期之后一周的 4 个交易日来看，仅 10 月 11 日这一天 A 股总市值的损失就超过 2.6 万亿元，4 个交易日累计损失更是超 4.4 万亿元。本周以来，A 股已持续调整，主要股指跌幅均在 8% 以上，中小创指数几乎全部创下本轮调整的新低。总体看，A 股大幅下跌之后，短期进一步下跌的空间较小，全球股市也较难持续上演危机模式，后续随着美股企稳，A 股或有望走出反弹行情。同时海外的压力可能会促进国内政策更加积极，一定程度上对冲海外冲击。对于 A 股来说，后续加大对国内改革提速的关注。

图表 5：历年国庆节前后一周 A 股涨跌幅情况



数据来源：WIND，北广投资管研究院整理（注：截至 2018 年 10 月 12 日收盘）

美联储年内第三次加息，渐进式加息节奏保持不变：北京时间 2018 年 9 月 27 日，美联储货币政策委员会

宣布加息 25 个基点，上调联邦基金目标利率区间至 2%-2.25%，创 2008 年以来新高。声明中提到，8 月会议以来，劳动力市场表现持续强劲，经济活动增长强劲，失业率处在低位。整体通胀和剔除食品和能源价格的通胀同比接近 2%。基于以上已有的表现及对未来的预期，委员会决定上调联邦基金目标利率区间至 2%-2.25%（原 1.75%-2%）。在评估过程中，委员会将考虑各种信息，包括劳动力市场环境的指标、通胀压力和通胀预期指标、金融和国际形势发展的数据等。其中，声明中最重要的变化是“货币政策立场仍然宽松”的相关措辞被删除，为 2015 年加息周期以来首次。美联储主席鲍威尔还表示，目前特朗普关税政策对美国经济影响相对较小，长期大范围的关税将对美国经济不利。关于新兴市场，鲍威尔的观点是，新兴市场表现对美联储来说很重要，但美联储更应专注于美国经济，美国经济保持增长新兴市场也会受益。由于市场对加息预期充分，此次加息对全球金融市场影响较为温和。加息点阵图显示，美联储未来加息预期次数不变，即今年预计加息四次、2019 年预计加息三次。美联储决议声明重申渐进式加息与美国经济持续扩张、劳动力市场表现强劲保持一致，重申经济前景所面临的风险大致平衡。

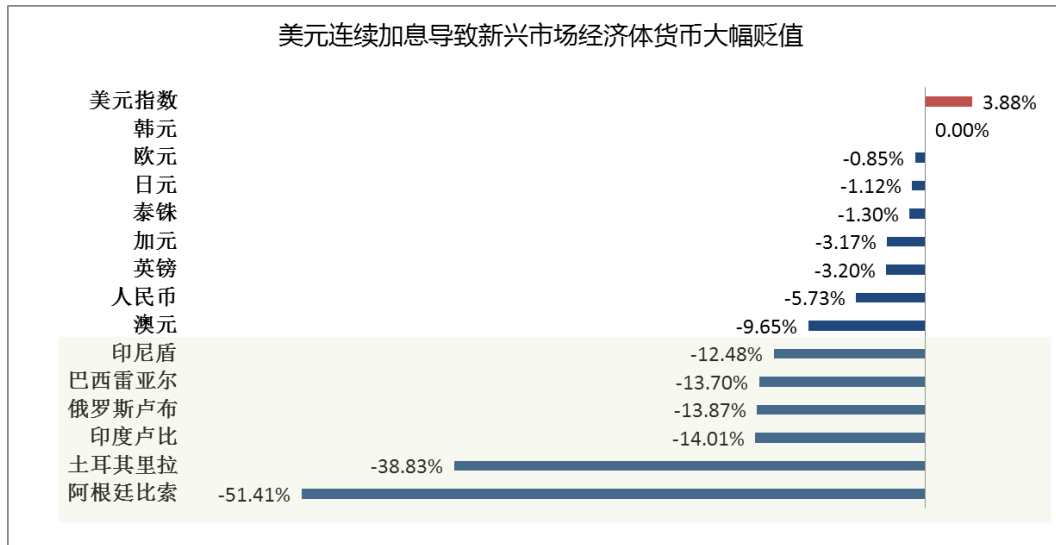
图表 6：美联储历次加息情况

加息时间	加息 (BP)	区间
2015年12月17日	25	0.25%—0.5%
2016年12月15日	25	0.5%—0.75%
2017年3月16日	25	0.75%—1.0%
2017年6月14日	25	1.0%—1.25%
2017年12月14日	25	1.25%—1.5%
2018年3月22日	25	1.5%—1.75%
2018年6月14日	25	1.75%—2.0%
2018年9月27日	25	2%—2.25%
2018年		预计再加息1次
2019年		预计再加息3次
2020年		预计再加息2次

数据来源：美联储，北广投资管研究院整理

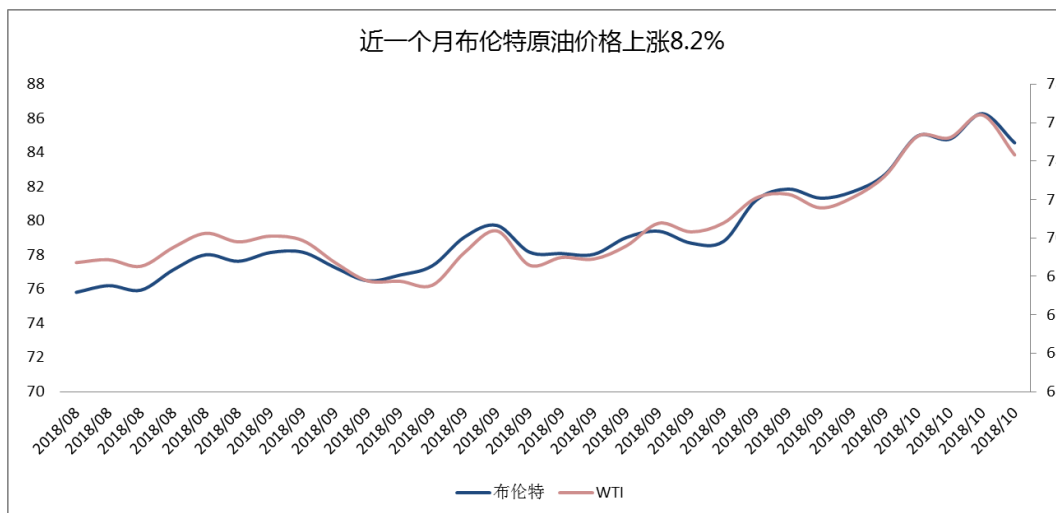
美联储持续加息对全球金融市场影响深远：从全球央行来看，欧洲央行已明确今年底退出 QE，日本央行仍维持超级宽松，但今年数次松动迹象表明，日本央行可能会在 2019 年开始讨论逐渐退出 QE。在全球主要央行中，加拿大和英国已转向加息轨道，且今年以来，新兴市场国家央行普遍加快了跟随美联储加息节奏以减轻货币贬值压力。目前来看，美联储加息对全球金融市场的影响进一步加重，主要表现在：1、本轮美元加息使得多个新兴市场国家不同程度地遭受资本外流、汇率贬值压力，影响最严重的新兴市场国家为阿根廷和土耳其；2、美债收益率大概率保持高位偏强运行，若美国经济延续增长路径，原油价格持续上涨进一步有利于核心通胀持续走高，未来一段时间内美联储加息、缩表节奏进程将不变；3、对部分产油国制裁政策实施后，原油价格上涨有利于美国核心通胀提升，在实体经济复苏、通胀和失业率数据支撑下，美联储加息缩表进程未变，同样原油价格上涨将提升资源消耗国的输入性通胀压力；4、美元走势方面，在美联储加息后美元走势短时表现偏弱，但进入 10 月，受非农数据影响，美元指数连续上涨至 96，后续美元仍会维持强势并使得市场流动性承压。

图表 7：今年以来全球主要货币相对美元升值贬值情况



数据来源：WIND，北广投资管研究院整理

图表 8：近期国际原油价格（布伦特、WTI）走势



数据来源：WIND，北广投资管研究院整理

2016 年以来 IMF 首次下调全球经济增长预期：2018 年 10 月 9 日，国际货币基金组织（IMF）在巴厘岛年会上发布了最新的《全球经济展望》报告，其中将 2018 年和 2019 年的全球经济增长预期从半年前的 3.9% 下调至 3.7%。IMF 警告称，全球多方贸易摩擦将在今年对全球经济增长造成打击，负面影响还将持续至 2019 年。IMF《世界经济展望》每年发布两次，分别是在 4 月和 10 月。这是该组织 2016 年以来首次下调全球经济增长预期。2018 年 4 月，IMF 表示“在世界经济基础广泛的增长势头下预测今年和明年的全球增长率为 3.9%”。如今，IMF 又强调：“考虑到随后的发展变化，这一预测看来过于乐观：增长率并未继续上升，而是徘徊在 3.7%。” IMF 同时还下调中美两国经济增长预期，其中 2019 年美国增长预期由 2.7% 下调至 2.5%，2019 年中国经济增长预期由 6.4% 下调至 6.2%。对于今年中美两国经济增长预期，IMF 在最新报告中维持不变，分别为 6.6%、2.9%。在新兴市场经济体和发展中经济体中，许多能源出口国的增长前景受到油价上涨提振，但阿根廷、巴西、伊朗和土耳其等国的增长预期被下调，主要原因包括金融形势收紧、地缘政治紧张和石油进口成本上升等各国面临的特定风险。

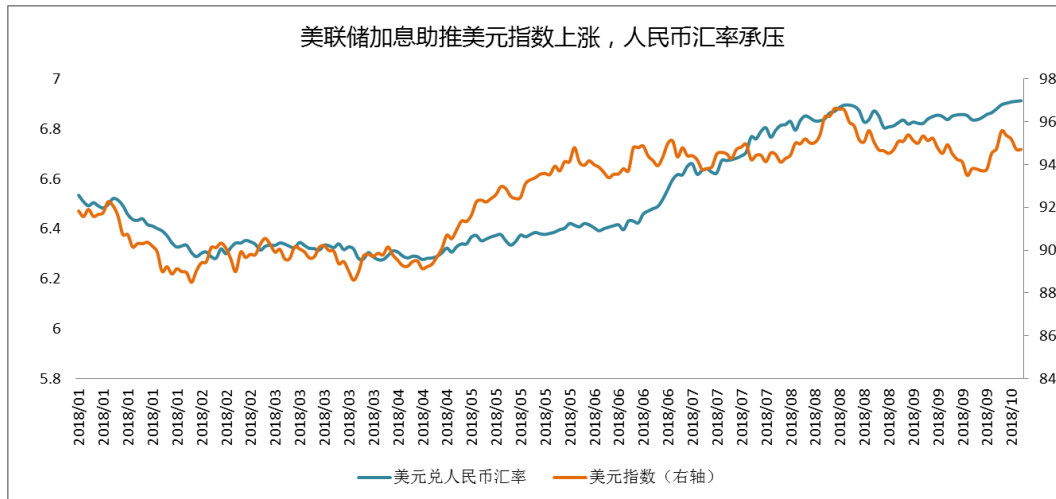
图表 9：2018 年 IMF 对全球经济展望的调整

	2017	2018年4月		2018年10月	
		2018F	2019F	2018F	2019F
世界产出	3.8%	3.9%	3.9%	3.7%	3.7%
发达经济体	2.3%	2.5%	2.2%	2.4%	2.1%
美国	2.3%	2.9%	2.7%	2.9%	2.5%
欧元区	2.3%	2.4%	2.0%	2.0%	1.9%
德国	2.5%	2.5%	2.0%	1.9%	1.9%
法国	1.8%	2.1%	2.0%	1.6%	1.6%
意大利	1.5%	1.5%	1.1%	1.2%	1.0%
西班牙	3.1%	2.8%	2.2%	2.7%	2.2%
日本	1.7%	1.2%	0.9%	1.1%	0.9%
英国	1.8%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%
加拿大	3.0%	2.1%	2.0%	2.1%	2.0%
新兴市场和发展中经济体	4.7%	4.9%	5.1%	4.7%	4.7%
俄罗斯	1.5%	1.7%	1.5%	1.7%	1.8%
中国	6.9%	6.6%	6.4%	6.6%	6.2%
印度	6.7%	7.4%	7.8%	7.3%	7.4%
巴西	1.0%	2.3%	2.5%	1.4%	2.4%
墨西哥	2.0%	2.3%	3.0%	2.2%	2.5%

数据来源：国际货币基金组织，北广投资管研究院整理

近期人民币贬值压力持续增大，但汇率政策整体可控：北京时间 10 月 12 日，人民币中间价报 6.9120，至 2017 年 3 月 10 日来最低。上一交易日中间价 6.9098；上一交易日官方收盘价报 6.9268，上一交易日夜盘收盘报 6.8888。目前，由于美元走强、经济下行压力大以及货币政策偏宽松，这些都对人民币汇率很不利，不少机构纷纷拉响了年内破 7 的警报。美银美林目前预估明年第一季人民币兑美元下看 7.05 元，比原来预估的 6.90 元更低；明年第二季人民币会贬至 7.10 元，也低于原本预估的 6.85 元。无独有偶，摩根大通也看跌人民币。根据摩根大通目前的预测，到今年 12 月底人民币兑美元可能跌至 7.01 元，到明年 9 月人民币汇率下看至 7.19 元，较先前预估未来 12 个月或跌至 7.02 元还低。整体来看，人民币汇率存在一定贬值压力，但有序可控。中美利差收窄以及美元升值加大汇率贬值压力，这在国庆节期间的离岸市场有所体现。而央行在此降准意味着中美利差将继续收窄，汇率贬值压力可能有所增加。然而这并不意味着汇率贬值将失控，由于外汇市场的发展和管控加强，我们看到 4 月份以来人民币对美元汇率持续贬值的同时，资本并未出现明显流出，无论是外贸企业结售汇意愿还是商业银行对外净资产，均基本维持稳定。因而，央行在控制汇率贬值速度上具有较强可控力，汇率贬值将是有序可控的。

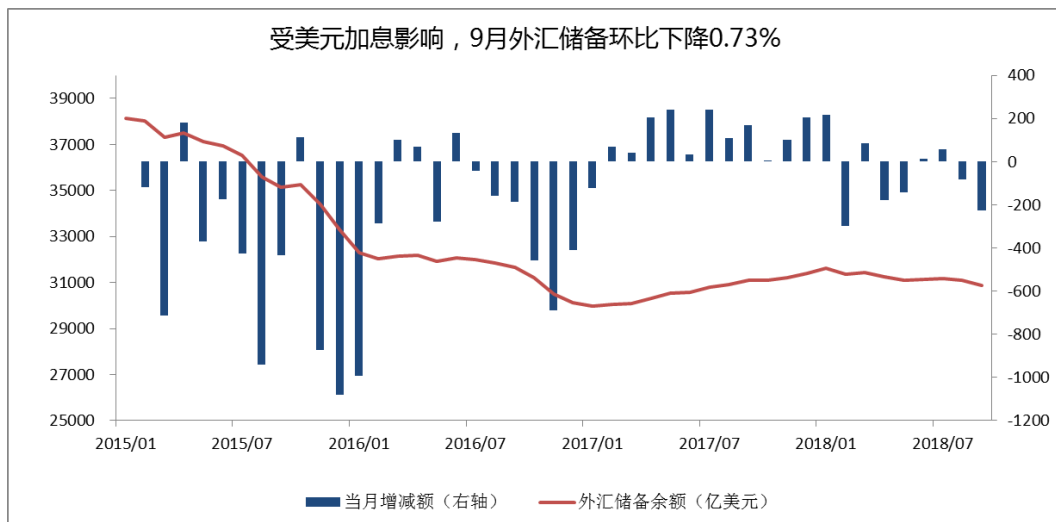
图表 10：今年以来人民币汇率及美元指数走势



数据来源：WIND，北广投资管研究院整理

9月外汇储备年内首次跌破3.1万亿美元：2018年10月7日，根据央行公布的数据显示，中国9月末的外汇储备余额为30870.25亿美元，相较8月末的31097.16亿美元缩水226.9亿美元，预期31050亿美元，大幅低于预期。由此，我国外汇储备经历两连降，并且相比8月微降82.3亿美元，9月外汇储备降幅增大至226.9亿美元。全年来看，9月外汇储备规模也是今年首度跌破3.1万亿美元。外管局表示，9月我国外汇市场继续保持总体平稳态势，市场主体涉外交易行为较为理性有序。国际金融市场上，美元指数与8月末基本持平，主要非美元货币汇率有涨有跌，主要国家债券价格小幅下跌。汇率折算和资产价格变动等因素综合作用，外汇储备规模小幅下降。从今年前9个月的走势来看，外汇储备规模整体处于下降趋势，并在9月首度跌破3.1万亿美元。去年1月，我国外汇储备跌破3万亿美元关口。彼时，国家外汇管理局表示，我国外汇储备规模虽已略低于3万亿美元，但仍是全球最高水平。整体来看，下半年外汇储备的变化还将保持双向波动，小幅增长或下降的现象都可能发生，但2015-2016年连续两年外汇储备大幅减少的现象不会再发生。外管局也表态称，我国外汇储备规模有望在波动中保持稳定。

图表 11：中国外汇储备变化情况

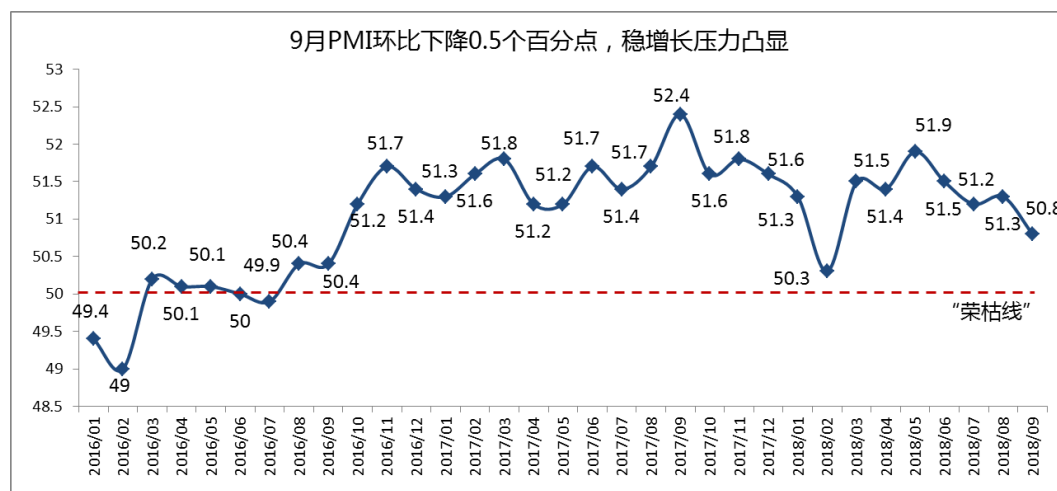


数据来源：中国央行，北广投资管研究院整理

9月官方PMI下行幅度有所加大：2018年9月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.8%，比上月回落0.5个百分点，继续运行在景气区间，制造业总体延续扩张态势，增速有所放缓。整体来看，9月官

方 PMI 放缓，出口和就业回落幅度较大，有四个重要特征：一是 PMI 回落幅度较大，处于一年以来的次低位位置，显示制造业景气度继续回落。二是新出口订单回落，出口订单回落 1.3 个百分点至 48，创 2016 年以来新低。三是就业分项回落，就业压力凸显。从业人员指数相比上月回落 1.1 个百分点。四是建筑业 PMI 上升 4.4 个百分点，显示旺季来临叠加稳增长，建筑业景气明显恢复。我们认为，制造业 PMI 下行幅度较大，意味着总量下行压力有所加大；但小型企业 PMI 改善、生产稳中趋缓、建筑业 PMI 显著上行，意味着结构开始改善，政策效果开始显现。总而言之，随着中美贸易摩擦持续升级对国内就业稳定形成不利影响，宏观经济政策稳增长、稳就业的诉求将进一步上升。9 月制造业 PMI 和建筑业 PMI 不同的走势恰恰反映了内外形势当前的不同变化。国庆长假期间，外围资本市场大幅动乱，依照我国政策一向逻辑，国内宏观经济将进一步调整，央行宣布降准、财政部长表态正在研讨更大力度的减税措施均是将来政策将愈加友好的信号。

图表 12：统计局制造业 PMI 走势



数据来源：国家统计局，北广投资管研究院整理

北广投资管研究院观点：降准凸显央行政策的独立性，经济仍面临下行压力。 今年以来，投资、消费增速均处于下行通道，中美贸易摩擦持续发酵，经济下行压力增大。本次降准是今年以来货币宽松基调的延续，一方面用长期资金替换逆回购、MLF 等短期操作工具，在外汇占款持续下降的背景下，优化基础货币的投放结构。另一方面，降准释放的流动性有助于呵护今年融资由表外转向表内的过程，缓解经济下行压力。尽管货币政策从年初就转向宽松，但今年以来融资增速仍大幅下行，原因主要是金融监管趋严的背景下，银行通过非银创造货币的渠道被堵，而且信用环境收紧后，企业再融资风险增大，金融机构风险偏好降低。从资管新规、理财新规的最终版本来看，去通道、期限匹配等金融严监管的大方向仍然没有改变，预计社融增速回升仍将受到限制，对经济支撑作用也会有限。外部来看，美国通胀回升支持美联储加息继续，美元高位震荡，而国内经济下行，国内货币政策仍会主要关注内部情况继续宽松，体现大国经济货币政策的独立性。在这种形势下，人民币汇率仍有贬值压力。但除了基本面因素，央行的管理也会加强，预计汇率震荡会加剧。