

事件：为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，中国人民银行决定于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)。在此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。

主要结论：

1. 此次“降准”的背景是经济下行压力有所增大。
2. 本次降准实施速度较快，降准释放资金规模也为2018年以来最大，同时此次央行公告并未提及置换MLF，传递出较强的宽松信号。
3. 预计后续在严控资金流向地产的情况下，调降MLF利率引导LPR进一步下行、地方债提前发行均是可能的下一步的政策选项。
4. 在社融增速确认回升和经济企稳前，预计宏观政策大概率都将维持宽松，我们倾向于认为如果中美无法达成突破性协议，此轮宽松政策可能至少持续至明年一季度。
5. 尽管近期政策在稳增长的权重有所上升；但是从中期维度来看，政策仍将在稳增长和稳杠杆防风险中寻找平衡。目前我们仍暂维持下半年经济下行风险可控的判断不变。

点评：

此次“降准”的背景是经济下行压力有所增大。7月工业增加值同比增长4.8%，较6月大幅回落1.5个百分点。虽然年初以来工业增加值月度之间波动较大（呈现“季末跳升、季初回落”的特征），但合并6、7两个月数据来看，工业增加值

增速平均也仅为 5.6%，较 1-5 月的 6% 回落 0.4 个百分点，表明当前经济增长存在一定的减速迹象。与此同时，7 月金融数据“量缩价跌”的特征也表明当前融资需求疲弱。特别是在当前地产金融条件依然趋严的背景下，国内信用收缩的风险正在上升。我们计算的 7 月广义社融同比增速为 10.7%，较 6 月回落 0.4 个百分点。此外，中美贸易等外部环境不确定性也加大了经济潜在的下行压力。8 月 24 日美方宣布作为对中国前期关税反制手段的回应，将提高已经实施的 2500 亿美元商品关税税率由 25% 至 30%，于 10 月 1 日开始实施；同时提高剩余 3000 亿美元商品税率由 10% 至 15%。虽然近期中美双方在经贸谈判方面出现了一些缓和迹象，但整体来看，中美贸易摩擦依然面临较强的不确定性，短期仍有反复可能。

此次降准实施速度较快，降准释放资金规模也为 2018 年以来最大，同时此次央行公告并未提及置换 MLF，传递出较强的宽松信号。9 月 4 日国常会提出“要及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”，两天后 9 月 6 日央行就宣布降准。与过去几次时滞对比来看，本次降准实施速度较快。规模上看，央行估算本次全面“降准”释放资金 8000 亿元，定向“降准”释放资金 1000 亿元，合计 9000 亿元，是 2018 年以来历次“降准”释放资金规模最大的一次。虽然本次全面降准实施时间恰为 MLF 到期前一天（9 月 17 日 MLF 到期 2650 亿元），但是央行在公告中并未提及置换 MLF。我们倾向于认为这传递出较强的宽松信号。

国常会时间	国常会相关内容	降准宣布时间	降准实施时间	降准形式	国会与降准间隔(天)	降准宣布与降准实施间隔(天)
2019/9/4	加快落实降低实际利率水平的措施,及时运用普遍降准和定向降准等政策工具	2019/9/6	2019/9/16、2019/10/15和2019/11/15	下调金融机构存款准备金率0.5个百分点,额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点,于10月15日和11月15日分两次实施到位,每次下调0.5个百分点。	2	10、39、70
2019/4/17	抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架	2019/5/6	2019/5/15	对聚焦当地、服务县域的中小银行,实行较低的优惠存款准备金率;对仅在本县行政区域内经营,或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于100亿元的农村商业银行,执行与农村信用社相同档次的存款准备金率,该档次目前为8%	19	9
2018/12/24	完善普惠金融定向降准政策。	2019/1/4	2019/1/15和2019/1/25	下调金融机构存款准备金率1个百分点,其中,2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。	11	11、21
2018/8/22	鼓励金融机构增加小微企业贷款,降低融资成本	2018/10/7	2018/10/15	下调主要金融机构存款准备金率1个百分点	46	8
2018/6/20	支持银行开拓小微企业市场,运用定向降准等货币政策工具,增强小微信贷供给能力	2018/6/24	2018/7/5	下调工行、农行、中行、建行、交行五家国有大型商业银行和中信银行、光大银行等十二家股份制商业银行人民币存款准备金率0.5个百分点,可释放资金约5000亿元,用于支持市场化法治化“债转股”项目;下调邮政储蓄银行、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0.5个百分点,可释放资金约2000亿元,主要用于支持相关银行开拓小微企业市场	4	11
2018/3/28	推动缓解小微企业和“三农”等融资难题	2018/4/17	2018/4/25	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	20	8
2017/9/27	采取减税、定向降准等手段,激励金融机构进一步加大对小微企业的支持。	2017/9/30	2018/1/1	凡前一年支持普惠金融贷款(即单户授信500万元以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款,以及农户生产经营、创业担保、建档立卡贫困人口、助学等贷款)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,存款准备金率可按逆周期原则在第一档基础上再下调1个百分点。	3	93
无	无	2016/2/29	2016/3/1	自2016年3月1日起,普遍下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点		1
2015/9/16	发展中小金融机构,降低融资成本,缓解小微企业融资难题	2015/10/23	2015/10/24	下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点;为加大金融支持“三农”和小微企业的正向激励,对符合标准的金融机构额外降低存款准备金率0.5个百分点。	37	1
无	无	2015/8/25	2015/9/6	下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点;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		12
无	无	2015/6/27	2015/6/28	(1)对“三农”贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行降低存款准备金率0.5个百分点。(2)对“三农”或小微企业贷款达到定向降准标准的国有大型商业银行、股份制商业银行、外资银行降低存款准备金率0.5个百分点。(3)降低财务公司存款准备金率3个百分点,进一步鼓励其发挥好提高企业资金运用效率的作用。		1
无	无	2015/4/19	2015/4/20	下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点;自4月20日起对农信社、村镇银行等农村金融机构额外降低人民币存款准备金率1个百分点,并统一下调农村合作银行存款准备金率至农信社水平;对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率2个百分点;对符合审慎经营要求且“三农”或小微企业贷款达到一定比例的国有银行和股份制商业银行可执行较同类机构法定水平低0.5个百分点的存款准备金率。		1
无	无	2015/2/4	2015/2/5	下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。同时,为进一步增强金融机构支持结构调整的能力,加大对小微企业、“三农”以及重大水利工程建设的支持力度,对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率0.5个百分点,对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率4个百分点。		1
2014/4/16	对符合要求的县域农村商业银行和合作银行适当降低存款准备金率	2014/4/22	2014/4/25	下调县域农村商业银行人民币存款准备金率2个百分点,下调县域农村合作银行人民币存款准备金率0.5个百分点。	6	3
2014/5/30	加大定向降准措施力度	2014/6/9	2014/6/16	对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率0.5个百分点,对财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司下调人民币存款准备金率0.5个百分点。	10	7

预计后续在严控资金流向地产的情况下,调降MLF利率引导LPR进一步下行、地方债提前发行均是可能的下一步的政策选项。截至目前,本轮逆周期调控政策加码按照以下步骤推进:(1)收紧地产融资;(2)人民币汇率顺势破7;(3)LPR形成机制改革;(4)金稳委会议重提“加大逆周期调控力度”;(5)国常会对财政政策和货币政策等进行部署;(6)央行宣布降准、财政部再次强调专项债使用和提前发放专项债额度的相关事宜。就目前的政策取向上看,我们认为严控资金向地产领域的政策取向不会发生改变,未来政策端的潜在发力点可能在调降MLF利率和落实地方债提前发行上。货币政策端来看,在新的LPR形成机制下,MLF调降带动LPR利率下行的传导路径已经搭建完成。我们认为,降准有助于降低

商业银行整体负债成本，后续央行还可以通过调降 MLF 的方法引导 LPR 下行，以进一步推动实际融资成本下降。下一次 MLF 到期的时点在 9 月 17 日。稳增长角度更重要的政策看点还在财政政策的发力。在当前经济内生增长动能和融资需求均显不足背景下，仅依靠货币政策宽松难起到实质性作用。金稳委会议强调“财政政策与金融政策更好的结合起来”。我们预计在当前货币政策已经有所宽松、而年内基建增速回升幅度依然较弱的背景下，后续财政政策还将继续发力。结合国常会和财政部发言中均提到“要确保提前下发的专项债额度明年年初要投入使用”，我们推测，明年专项债部分额度大概率将在四季度提前发行。当前市场预期这部分提前发行的规模在 1 万亿左右。

在社融增速确认回升和经济企稳前，预计宏观政策大概率都将维持宽松，我们倾向于认为如果中美无法达成突破性协议，此轮宽松政策可能至少持续至明年一季度。按照历次政策转向规律，社融增速确认回升和经济企稳之前，宏观政策仍将维持宽松。使用 3 个月 SHIBOR、广义社融增速和 GDP 增速来看，广义社融增速拐点确认出现后，3 个月 SHIBOR 利率将不再下行，同时 GDP 增速出现企稳。当前广义社融增速仍在回落中、经济下行压力有所增大，我们将关注逆周期调控政策加码后广义社融增速情况。根据我们测算，从同比意义上来看，美国对我国加征关税对 GDP 的拖累更多将在明年一季度体现。按照 2500 亿美元商品加征 25% 关税、3000 亿美元商品加征 10% 关税，简单估算明年一季度对 GDP 的拖累将较今年下半年多 0.2 个百分点；按照 2500 亿美元商品加征 30% 关税、3000 亿美元商品加征 15% 关税，简单估算明年一季度对 GDP 的拖累将较今年下半年多 0.3 个百分点。因此我们倾向于认为如果中美无法达成突破性协议，此轮宽松政策可能至少将持续到一季度。

尽管近期政策在稳增长的权重有所上升；但是从中期维度来看，政策仍将在稳增长和稳杠杆防风险中寻找平衡。目前我们仍暂维持下半年经济下行风险可控的判断不变。当前短期逆周期调节有所发力，但目前托而不举的政策态度也应较

为明显。财政部部长刘昆发言仍指出政府要过紧日子和严格隐性债务管控；对地产领域的调控仍然坚定。我们认为，尽管近期政策在稳增长的权重有所上升；但是从中期维度来看，政策仍将在稳增长和稳杠杆防风险中寻找平衡。目前我们仍暂维持下半年经济下行风险可控的判断不变。

券商观点汇总：

国内卖方	
海通宏观	<p>全面降准实施时间与9月税期对冲，有助于银行体系流动性基本稳定，额外的定向降准则有助于针对性缓解之前包商事件对部分城商行负债成本的影响，意在促进服务基层的城商行加大对小微和民企支持力度。新的LPR机制下货币传导机制得到进一步疏通，降准有助于银行报价加点空间下调，市场化降低实际利率水平。但考虑到地产政策的严控以及通胀短期的压力，短期直接下调MLF利率的必要性不大。</p> <p>受制于短端利率稳定，近一个月10年期国债利率在3%的阻力位难以突破。此次降准有利于带动短端利率下行，从而打开长端利率下行空间。而市场利率的下行支撑股市估值，加上LPR利率下调降低企业成本。综合来看，股债双牛有望延续。</p>
中金宏观	<p>随着内外部不确定性上升、国内信贷周期走弱，增长和通胀的下行压力正在积聚。虽然降准有助于提升货币乘数，但还需密切关注央行公开市场操作（OMO）投放、以及财政存款增速变化，以综合评估降准对支撑货币供应增长的有效性。在增长和通胀下行压力加大的背景下，央行有必要及时降低金融机构和实体经济的融资成本。目前看来，在9月20日第二次月度LPR报价之前下调公开市场操作利率的可能性较高（包括TMLF利率）。我们维持年内还将降准100个基点、OMO利率下调30个基点的预测不变。</p>
兴业宏观	<p>本次降准实际上是对金稳会第七次会议“加大宏观经济政策的逆周期调节力度”和9月4日国常会“加快落实降低实际利率水平的措施”的具体落实，货币政策适度宽松，着力点在于降低实体经济融资成本。结合近期LPR形成机制的改革，“下大力气疏通货币政策传导”往后看，9月9日与17日分别有1765亿和2650亿MLF到期，很有可能还将见到MLF操作利率下调，从而引导LPR下行。</p>
广发宏观	<p>降准释放流动性9000亿，目的之一为了对冲9月税期的流动性缺口；目的之二是为加大逆周期调节力度。之前预判的“稳增长政策的四个想象空间”已落地两个，目前政策空间依然存在。下一步需要观察信贷走向，以及MLF利率会不会择时下调。央行进一步观察经济走向并择时推动利率下行有较大概率，但也并非一定会出现。国务院常务会议指出“加快落实降低实际利率水平的措施”，似乎对应政策利率下行，但央行解释此次降准时亦明确指出“通过银行传导可以降低贷款实际利率”。</p>
国君宏观	<p>此次降准释放长期资金约9000亿元，历史数据看，9-10月税期将带来7000多亿的流动性冲击，降准形成对冲，银行间流动性将保持稳定。预计四季度将提前发行明年专项债额度，或7000-10000亿，此次降准正为此提供一定流动性保证。后一步认为降息可期。一方面，将会通过下调MLF利率来引导LPR利率下行及贷款利率下行，重要的观察点是9月9号（9月7号MLF到期遇周末顺延）和9月17号。另外，将加大对制造业支持力度，重点在降低其融资成本。制造业企业的中长期贷款有望进一步获得定向降息，不排除贷款利率下降100个基点的可能。</p>
方正颜色	<p>中美贸易摩擦加剧加大就业压力，促使政策提前调整，八月初中美经贸关系再次恶化，这会对经济下行造成持续压力，更重要的是会导致失业的加剧。因此为了对冲中美贸易摩擦加剧导致的失业压力，政策在八月份出现了调整。此次央行降准0.5个百分点便是政策调整中的一环。</p>

考虑到切实做到降低实体企业融资成本最直接的办法是降息，以及目前央行已加速了 LPR 的改革为降息做准备，未来条件成熟之后将会进一步降低 LPR。另外，考虑到美联储在 9 月大概率会降息，其他主要经济体也有可能跟随，加上国内对降低融资成本又有较高的呼声，因此等到时机成熟后，MLF 利率会大幅下调。而先降准后降息有利于对冲降息后对银行业的负面冲击。此次政策宽松不是大放水，而是对前期偏紧政策的均值回归，基调预计会维持到明年。

重要提示：

本材料为客户服务材料，并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。本材料所载观点不代表任何投资建议或承诺，不应被接收者作为对其独立判断的替代或投资决策依据，工银瑞信基金管理有限公司（“工银瑞信”）或公司相关机构、雇员或代理人不对任何人使用本材料全部或部分内容的行为或由此而引致的任何损失承担任何责任。投资有风险，基金投资需谨慎。投资者投资工银瑞信管理的产品时，应认真阅读相关法律文件，在全面了解产品情况及听取销售机构适当性意见的基础上，选择适合自身风险承受能力的投资品种进行投资。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场，工银瑞信不对这些信息的真实性、准确性和完整性提供任何直接或隐含的声明或保证。对于本材料中任何收益率（如有）的引用及既往业绩的表述，均不代表本公司对相关产品收益的预测及承诺。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对本材料或其任何部分进行派发、复制、转载或者发布，亦不得对本材料进行任何有悖原意的删节或修改。