

## 新一轮降息：迎接股债牛市

2014年11月21日

### 核心观点

- ❖ 央行时隔两年突然重启非对称降息，旨在发挥基准利率的引导作用，有针对性的降低实体经济融资成本。此次降息或开启新一轮降息周期。
- ❖ 本就存在明显上浮压力的存款利率此次并未本质得到下调，更多是从完善利率市场化的角度进行调控，符合逻辑。
- ❖ 非对称下调和贷款基准利率简并这两点在推出前理应受到银行的阻拦，充分彰显了央行降低社会融资成本的决心。
- ❖ 债市将最直接受益；短期上，无风险利率下行利好股市，而贷款利率和房贷利率下调将从供需角度明显激活房地产市场，进一步稳固A股的牛市基础。
- ❖ 配置角度，我们看好受益于周期上行的周期股，如有色金属、非银金融，同时我们继续看好受益改革，符合国家战略方向的板块，如国企改革、土地流转、迪士尼等。交易角度，我们看好地产链，以及高度依赖筹资性现金流，直接受益于融资成本下行相关领域，如轻工、建材、军工、电子等板块。我们建议规避受制于息差收窄的银行股，对于受政策扰动较多的地产股，我们保持中性态度。



### 基金管理总部

#### 基金经理 陈磊

电话：021-68591607

邮箱：chenlei@changyucapital.com

#### 基金经理 袁波

电话：021-68591611

邮箱：yuanbo@zongyiholding.com

#### 基金经理 杨朦

电话：021-68591618

邮箱：yangmeng@zongyiholding.com

#### 主笔研究员 贺音卜

电话：021-68591610

邮箱：heyinbo@zongyiholding.com

#### 联络人 刘莉华

电话：021-68591612

邮箱：liulihua@zongyiholding.com

## 新一轮降息：迎接股债牛市

自 2014 年 11 月 22 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.6%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍；其他各档次贷款和存款基准利率相应调整，并对基准利率期限档次作适当简并。

金融机构人民币存贷款基准利率调整表	
	单位：%
	调整后利率
<b>一、城乡居民和单位存款</b>	
（一）活期存款	0.35
（二）整存整取定期存款	
三 个 月	2.35
半 年	2.55
一 年	2.75
二 年	3.35
三 年	4.00
<b>二、各项贷款</b>	
一年以内（含一年）	5.60
一至五年（含五年）	6.00
五年以上	6.15
<b>三、个人住房公积金贷款</b>	
五年以下（含五年）	3.75
五年以上	4.25

## 1、旨在缓解实体经济融资成本，标志新一轮降息周期开启

央行上一次下调存贷款利率是 2012 年 7 月 6 日，金融机构一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点，一年期贷款基准利率下调 0.31 个百分点；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。而上一次扩大存款利率浮动区间则是在 2012 年 6 月 8 日。

全面深化改革的背景下，中国宏观经济保持中高速增长，物价涨幅回落，经济结构不断优化升级，经济增长正从要素、投资趋动转向创新驱动，然而企业持续面临着融资成本高企的困境。央行三季度货币政策报告显示，3 季度金融机构贷款利率为 6.97%，比 2 季度的 6.96% 略有上升。其中一般贷款利率上升 7bp 至 7.33%。房贷利率上升 3bp 至 6.96%。此外，3 季度贷款利率上浮比例从 69.11% 上升至 71.26%，反映企业融资条件非但没有改善，反而还在恶化。

此次央行时隔两年重启降息，将发挥基准利率的引导作用，有针对性的降低实体经济融资成本。当前通胀温和的背景下，持续稳健中性的货币政策为降息提供了良好的环境，我们认为此次事件意味着新一轮降息周期的开启。



## 2、存款利率并未实质性下调，完善利率市场化必经之路

货币市场利率较高的背景下，存款利率此前已经面临很大的上浮压力，此次下调可能会将更多的资金逼入余额宝或其他银行理财产品之中，所以，此次存款利率并没有实质性上调。

去年以来央行决定启用公开市场短期流动性调节工具，随后银行间市场交易商协会取消了信用债发行价格在估值中枢上加一点保护的措施，放开一级市场采取市场竞争性的方式进行定价，皆是利率市场化推进的有力体现。

此次存款利率浮动区间进一步扩大后，若商业银行用足上浮区间，则上浮后的存款利率与调整前水平相当，仍为 3.3%。同时，金融机构的自主定价空间也进一步拓宽，有利于促进其完善定价机制建设、增强自主定价能力、加快经营模式转型并提高金融服务水平，同时也有利于健全市场利率形成机制，更好地发挥市场在资源配置中的决定性作用。我们认为，此次上调存款利率浮动区间上限至基准利率的 1.2 倍，符合进一步推进利率市场化的改革逻辑。

央行有关人士也表示，将适时通过推进面向企业和个人发行大额存单等方式，继续有序推进存款利率市场化。

### 3、非对称下调和贷款基准利率简并彰显央行决心

此次贷款基准利率的下调幅度（0.4）大于存款基准利率（0.25），是对传统利率调整方式的改善，在公布前势必遇到了银行相关部门巨大的阻力，最终得以推行反映了中央降低实体经济，尤其是小微企业融资成本的决心。

除了非对称降息外，央行还将贷款基准利率简并为一年以内（含一年）、一至五年（含五年）和五年以上三个档次。如下图所示，这意味着中长期贷款的基准利率下调的幅度更大。

2012年7月6日		2014年11月21日	
一至三年 (含三年)	6.15	一至五年(含五年)	6.00
三至五年 (含五年)	6.4		
五年以上	6.55	五年以上	6.15

融资成本根本性降低除了价格型工具外，必须辅以数量型工具的跟进。我们预计后续央行将继续推行降准等流动性注入措施。

### 4、股、债、房全面受益

降息将直接降低融资成本，大幅缩窄贷款和债券收益率的差距，打开债券类资产收益率的下行空间，将直接利好债市。

数据上调时间	存款基准利率			贷款基准利率			次日A股指数涨跌	
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度	上海	深圳
2012年7月6日	3.25%	3.00%	-0.25%	6.31%	6.00%	-0.31%	1.01%	2.95%
2012年6月8日	3.50%	3.25%	-0.25%	6.56%	6.31%	-0.25%	-0.51%	-0.50%
2011年7月7日	3.25%	3.50%	0.25%	6.31%	6.56%	0.25%	-0.58%	-0.26%
2011年4月6日	3.00%	3.25%	0.25%	6.06%	6.31%	0.25%	0.22%	1.18%
2011年2月9日	2.75%	3.00%	0.25%	5.81%	6.06%	0.25%	-0.89%	-1.53%
2010年12月26日	2.50%	2.75%	0.25%	5.56%	5.81%	0.25%	-1.90%	-2.02%
2010年10月20日	2.25%	2.50%	0.25%	5.31%	5.56%	0.25%	0.07%	1.23%
2008年12月23日	2.52%	2.25%	-0.27%	5.58%	5.31%	-0.27%	-4.55%	-4.69%
2008年11月27日	3.60%	2.52%	-1.08%	6.66%	5.58%	-1.08%	1.05%	2.29%
2008年10月30日	3.87%	3.60%	-0.27%	6.93%	6.66%	-0.27%	2.55%	1.91%
2008年10月9日	4.14%	3.87%	-0.27%	7.20%	6.93%	-0.27%	-0.84%	-2.40%
2008年9月16日	4.14%	4.14%	0.00%	7.47%	7.20%	-0.27%	-4.47%	-0.89%
2007年12月21日	3.87%	4.14%	0.27%	7.29%	7.47%	0.18%	1.15%	1.10%
2007年9月15日	3.60%	3.87%	0.27%	7.02%	7.29%	0.27%	2.06%	1.54%
2007年8月22日	3.33%	3.60%	0.27%	6.84%	7.02%	0.18%	0.50%	2.80%
2007年7月21日	3.06%	3.33%	0.27%	6.57%	6.84%	0.27%	3.81%	5.38%
2007年5月19日	2.79%	3.06%	0.27%	6.39%	6.57%	0.18%	1.04%	2.54%
2007年3月18日	2.52%	2.79%	0.27%	6.12%	6.39%	0.27%	2.87%	1.59%
2006年8月19日	2.25%	2.52%	0.27%	5.85%	6.12%	0.27%	0.20%	0.20%
2006年4月28日	2.25%	2.25%	0.00%	5.58%	5.85%	0.27%	1.66%	0.21%
2004年10月29日	1.98%	2.25%	0.27%	5.31%	5.58%	0.27%	-1.58%	-2.31%
2002年2月21日	2.25%	1.98%	-0.27%	5.85%	5.31%	-0.54%	1.57%	1.40%

贷款利率和房贷利率下调将从供需角度直接利好房地产市场。近年来，政策压制下的房地产价格持续低迷，成交清淡，随着限购逐步放开，以及此次超预期的降息，房地产市场有望迎来明显回暖。

从估值的角度来说，无风险利率下滑亦将对股市等风险资产有正面作用。尽管从历史上来看，尤其是 2012 年中两次降息，A 股并没有实现理想中的反映，但我们认为，与 2012 年 A 股处于下行周期的背景不同，当前 A 股整体处于牛市的开端，降息带来的资金成本利多、房地产市场回暖的刺激作用，以及 A 股的上行周期将形成合力，有助于稳固 A 股本轮牛市的基础，我们看好 A 股中长期表现。

具体到行业板块方面，由于降息可能导致一般性存款加速分流理财，银行综合负债成本不一定下降，息差缩窄进一步压制银行利润空间，因此我们建议坚决回避银行股。而尽管房地产市场直接受益，但受政策影响依旧过大，我们对地产股持中性态度。

鉴于我们判断 A 股牛市的确定性进一步提高，从配置角度来看，我们看好受益于周期上行的周期股，如有色金属、非银金融，同时我们继续看好受益改革，符合国家战略方向的板块，如国企改革、土地流转、迪士尼等。从交易角度来看，我们看好地产链，以及高度依赖筹资性现金流，受益于融资成本下行相关领域，如轻工、建材、军工、电子等板块。

---

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布给的人员。本研究报告仅为参考使用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。综艺控股并不因收件人收到本报告而视其为综艺控股的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但综艺控股不保证其准确性或完整性。综艺控股并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券可能含有重大的风险，可能不易变卖以及适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受到汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了综艺控股在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以再不发通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与综艺控股其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。综艺控股并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。综艺控股通过信息隔离墙控制综艺控股内部一个或多个领域的信息向综艺控股其他领域、单位、集团以及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和综艺控股高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于综艺控股投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若综艺控股以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成综艺控股向发送本报告金融机构之客户提供个投资建议，综艺控股以及综艺控股的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述为金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经综艺控股事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**©2014 Shanghai Zongyi Holding. All rights reserved.**

---