

研究报告

中国：中国人民银行全面降准

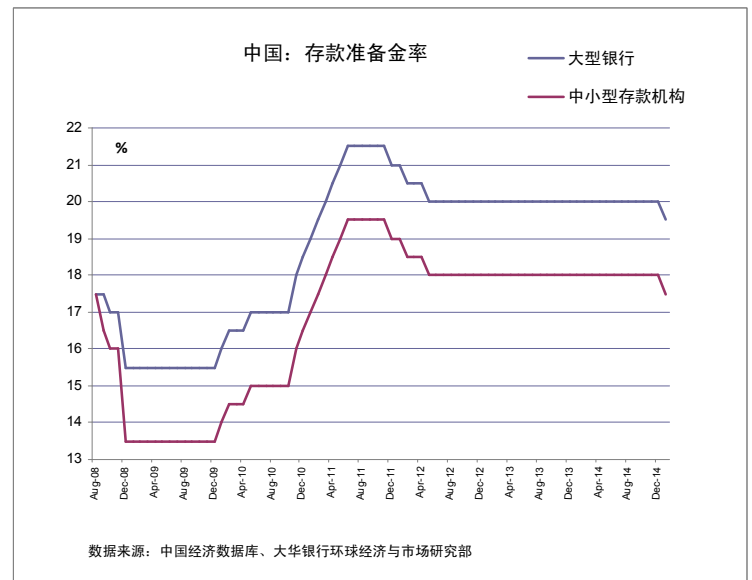
- 自2012年5月以来，中国人民银行首次全面降低存款准备金率，摒弃此前的“定向降准”，投身全球央行的“宽松”浪潮。
- 此举符合我们的预期，符合此前存款准备金率和利率下调的既定目标，同时减轻了资金外流造成的影响。
- 中国人民银行很可能进一步采取宽松的货币政策，我们相信，未来至少还有一轮降准，2015年的利率还将下调。我们对2015年底美元兑人民币汇率的预期保持不变，仍为6.29，我们预计今年的交易区间会有所拓宽。
- 外汇技术分析图表明，美元/离岸人民币上部走势仍保持长期不变，当前的价格平稳期可维持数周。对于在岸银行同业买卖汇率，预计融资成本会进一步降低，但大幅降低只有在农历春节过后才可能出现。在趋陡压力对融资成本造成进一步下降前，我们期望2Y*5Y曲线短期内走势平稳。

中国央行于上周三（2015年2月4日）宣布下调存款准备金率0.5个百分点，这意味着大型银行存款准备金率下调至19.5%，中小型金融机构下调至17.5%。此外，央行对满足小型商业贷款需求的城市商业银行和农村商业银行额外下调0.5个百分点。以上变动自2015年2月5日起生效。我们预计，存款准备金率下调将在银行系统中释放约5900亿人民币的资金。

中国人民银行自2012年5月以来首次全面降低存款准备金率，预示其进一步倾向于政策宽松，并为全球的货币宽松浪潮推波助澜，该浪潮自2015年伊始已席卷了全球十几家央行。

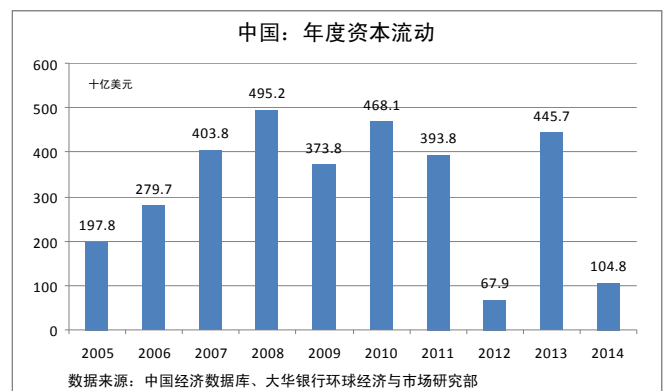
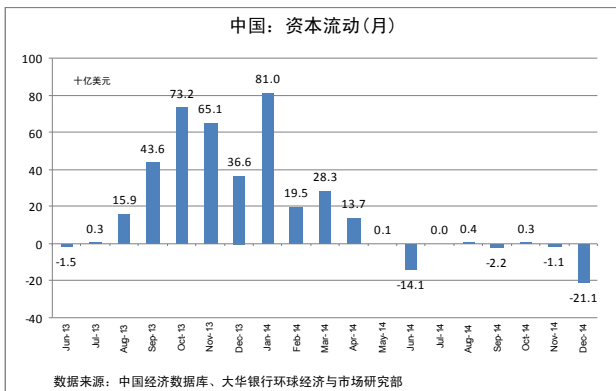
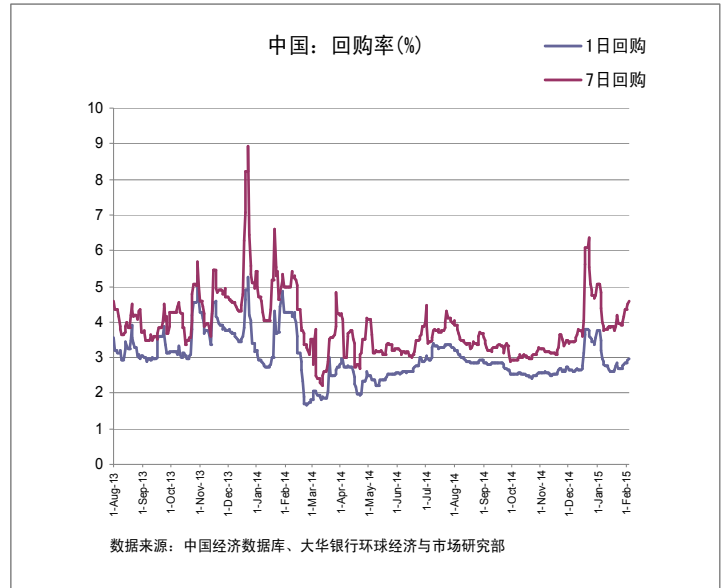
中国人民银行的此次降准之举在我们意料之中，虽然时机看起来有点提前。然而，该时机因一月份的制造业PMI报告而提早到来。报告显示，国家统计局的官方PMI指数自2012年9月以来首次陷入收缩区。

此次中国人民银行采取全面降准的策略，表明其之前为“降准目标”所做的努力仍有所欠缺。此外，中国央行在2014年11月份意外降息带来的影响已基本消退，实际上银行同业拆息不久便上调，且保持上升趋势。七天回购利率从11月份降息前的3%开始回升至近期的4.5%，表明银行同业流动资金仍吃紧。



更高的银行同业拆息在一定程度上反应了六个月以来的资本外流，因为中国人民银行的外汇占款数据显示，2014年12月资本外流加速。2013年净流入为4450亿美元，而2014年降至1005亿美元。上次的年下滑发生在2012年，当时正值欧元区债务危机高潮期间，造成当时人民币面临压力，降息降准随之而来。

与此同时，中国的整体通胀率在2014年11-12月间已从一年前的2.5%降至1.4%-1.5%。生产者物价指数已连续34个月呈现负值，且没有好转迹象，超过了之前亚洲金融危机时1997年到1999年间31个月的记录。这两项制止通胀措施相关度为0.68，表明中国的CPI有巨大的下行压力，尤其是原油价格已下跌超过50%，并且由交通和通信构成的消费者物价指数通货篮也下跌了10%。在此前三个周期的通货紧缩数据中，中国的消费者物价指数通常滞后生产者物价指数2-8个月。虽然到目前为止，该周期尚未见证或许不会见证消费者物价指数出现负值，但下行压力在未来数月很可能加大。



中国当前的通胀率为 1.4%-1.5%，即便其达到我们全年预测的 2.1%，中国人民银行仍有降低利率的空间，并将实际利率保持在 0 以上。

我们维持中国人民银行会在 2015 年年中之前降低贷款利率和存款利率（同时提高上限）的预期。对于存款准备金率，我们预计 2015 年年中之前还将迎来一轮下调，有望降至 19.00%。鉴于官方仍在寻求方法降低杠杆率，我们认为中国人民银行不会贸然采取重大措施。

中国：利率及存款准备金率预期					
%	2014年第四季度	2015年第一季度	2015年第二季度	2015年第三季度	2015年第四季度
一年期最优惠贷款利率	5.60	5.35	5.10	5.10	5.10
一年期存款利率	2.75	2.50	2.25	2.25	2.25
存款准备金率	20.00	19.50	19.00	19.00	19.00

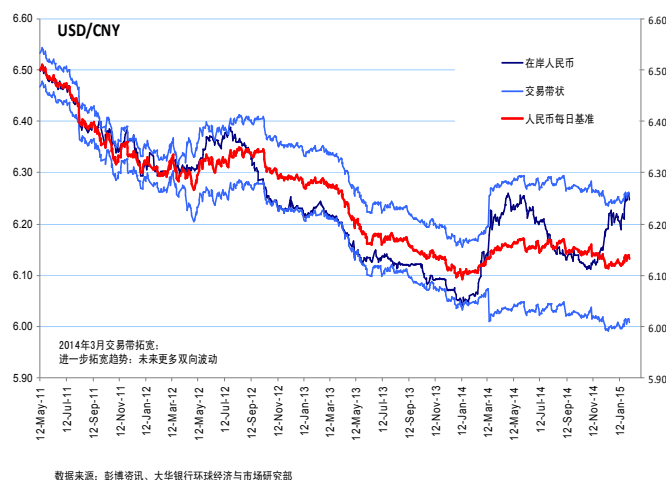
数据来源：大华银行环球经济与市场研究部预测

近期的人民币交易行为表明，当前的下行压力有可能持续一段时间，尤其是中国人民银行最新下调存款准备金率的举措。自1月26日以来的8个交易日中，在岸即期价格有7次以低于中间价1.8%收盘，接近2%的极限。这与2014年1月的情况类似，当时的即期价格持续在比中间价（当时中点+/-1%之间）高0.7%到0.9%之间收盘，随后稳定下来，直到央行在3月17日将交易区间拓宽至2%。

然而，我们预期人民币不会大幅贬值，除非央行将每日中间价调至更低。我们在2015年1月29日的研究报告《中国：新加坡金管局加入全球“宽松大军”，人民币前景需重估》中指出，人民币的迅速国际化意味着有必要使人民币与国内及全球市场情况保持一致。人民币的大幅贬值会引发进一步的资本外流，加剧银行同业拆放市场已经紧缩的流动性。然而，人民币需看到双向波动，过去的单向增值趋势逐渐消失。

仅在2015年1月，中国人民银行就指定了瑞士、泰国和马来西亚三处离岸人民币中心。离岸人民币中心的迅速发展在2014年最为显著，中国走出亚洲，央行以迅雷不及掩耳之势在全球范围内指定了八处离岸人民币中心，覆盖了欧洲（伦敦、法兰克福、巴黎、卢森堡）、北美（多伦多）、澳大利亚（悉尼）、中东（多哈）以及亚洲（首尔），再加上已有的香港、澳门、台北和新加坡。

在岸人民币趋势



鉴于美联储利率的正常化将在2015年年中步入正轨，我们预期人民币将继续下行。我们依然认为，2015年第一季度末美元兑人民币汇率为6.28、2015年年底为6.29，并且预期交易区间将从当前的2%拓宽到2015年年底的3%。

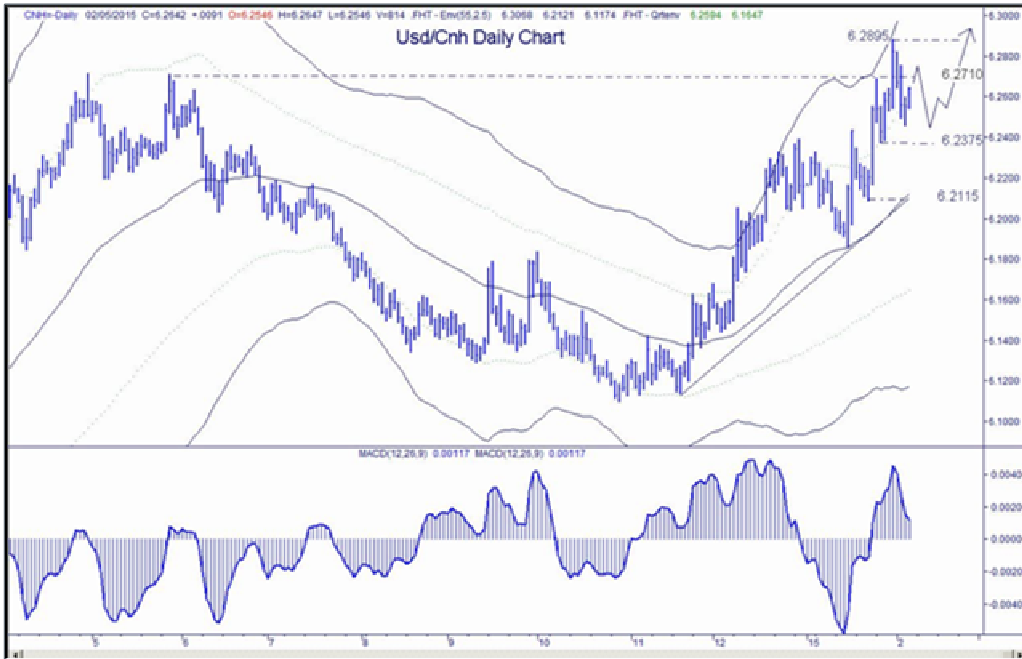
外汇展望	截至2015年2月5日	2015年第1季度末预测值	2015年第2季度末预测值	2015年第3季度末预测值	2015年第4季度末预测值
美元/日元	117.3	121.0	125.0	126.0	127.0
欧元/美元	1.1339	1.10	1.09	1.09	1.08
英镑/美元	1.518	1.50	1.48	1.49	1.50
澳元/美元	0.777	0.75	0.73	0.72	0.70
纽元/美元	0.737	0.69	0.67	0.65	0.65
美元/新元	1.348	1.37	1.39	1.40	1.40
美元/林吉特	3.583	3.65	3.68	3.70	3.68
美元/印尼盾	12,639	12,900	13,000	13,000	13,000
美元/泰铢	32.61	34.1	33.7	33.5	33.4
美元/菲律宾比	44.15	45.0	44.0	43.0	42.0
美元/印度卢比	61.75	63.7	64.9	66.3	67.8
美元/新台币	31.38	32.3	32.5	32.6	32.4
美元/韩元	1,088.3	1,140	1,150	1,150	1,150
美元/港币	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75
美元/人民币	6.256	6.28	6.33	6.34	6.29

数据来源：路透社、大华银行环球经济与市场研究部

央行公告: 中国人民银行决定普降金融机构存款准备金率 并有针对性地实施定向降准措施 (2015年2月4日)
http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2015/20150204181725633492601/20150204181725633492601_.html

技术趋势

美元/离岸人民币:6.2650
纠正性反弹可延伸到 1.1675。

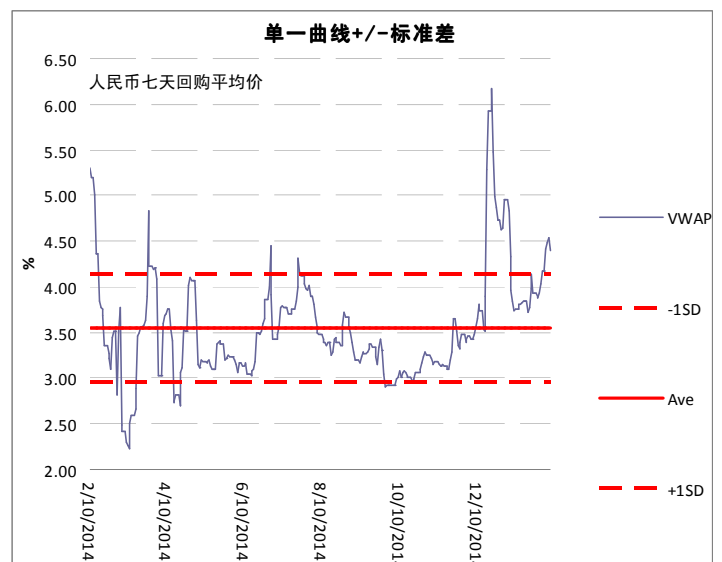


虽然美元的长期走势仍看涨，但近期从 6.2895 高点的大幅回跌表明，短期内的低点已出现。当前的价格走势是价格平稳/修正阶段的特征之一，还将持续数周。在此，我们预计美元兑离岸人民币汇率将回跌至 6.2375，只有突破 6.2115 的关键点才意味着看涨预期错误，但这一情况不大可能出现。而突破 6.2895 即表明美元兑离岸人民币汇率将恢复看涨趋势，之后将分别突破 6.3000 和 6.3535。

利率观点

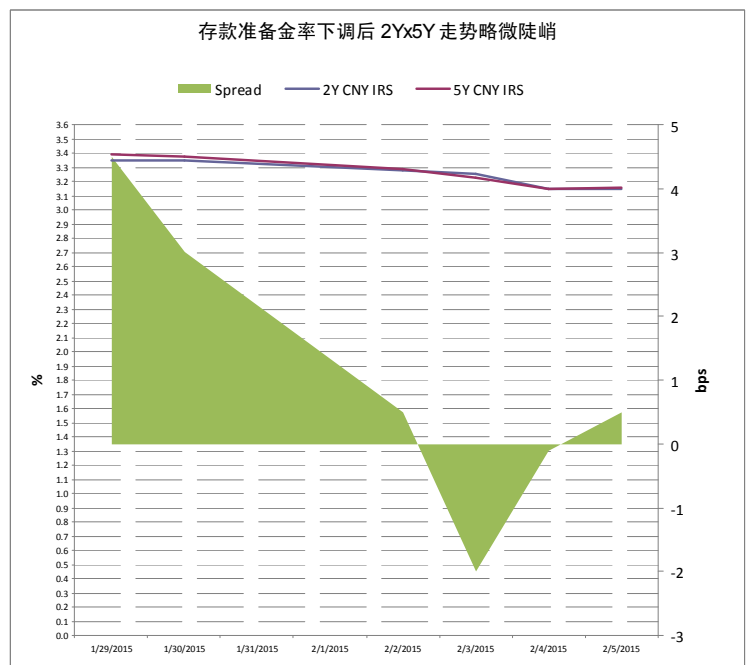
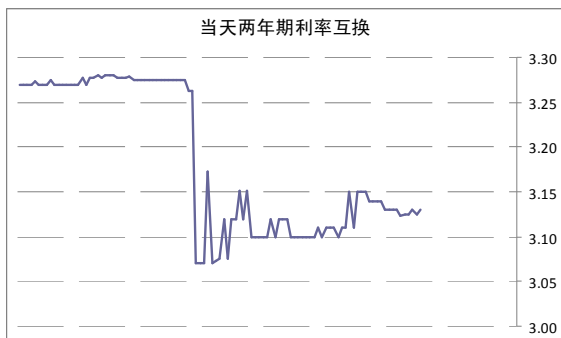
存款准备金率下调 0.5 个百分点对人民币利率市场造成的影响，主要通过融资市场更大的流动性得以体现，而近几个月融资市场较为吃紧，融资成本呈走高趋势，这点可在 7 天回购的成交量加权平均价（7D vwap）中看出。

先前在 2012 年 2 月份和 5 月份时整个系统的存款准备金率下调显示，7 天成交量加权平均价在下调存款准备金率之后平均更低，但下降的程度区别很大。2012 年 5 月融资成本的下降数目微小，是存款准备金率下调周期三步走的最后一环。2004 年 2 月存款准备金率的下调是第二项宽松政策措施，是在贷款利率下调之后宣布的，这样一来，在宽松政策的初始阶段，收益递减不会明显。因此，我们预计融资成本还会降低，但预计大幅降低只有在农历春节过后才可能出现。



预期融资压力降低使得人民币利率互换量在存款准备金率下调之后大幅降低。两年期人民币 7 天回购利率互换下降 0.2 个百分点，当天最低为 3.07%。交易量由最低点回升至一半，由于市场降低了目前的期望值，缓和了融资成本带来的巨大影响。

由于直接收益降低均衡地分布在整个期限之中，收益曲线对存款准备金率下调的反应已相对弱化。5Y*10Y 人民币利率互换趋向平稳，接收点将位置抬高以降低储存成本。2Y*5Y 的人民币利率互换骤降且在平价位置上下波动。该曲线的陡向趋势有赖于融资成本（即 7 天回购定盘）降低的力度和持久性。中国春节即将到来，我们预计 2Y*5Y 的曲线短期内持续平稳，之后陡向压力将对融资成本的降低起到更大作用。



免责声明：本文分析的资料均来自公开的信息。尽管本文所含信息被认为是可靠的，但大华银行集团对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。同时，本文包含的意见和预测仅反映我们在本文分析发布时的意见，如有变更，恕不另行通知。大华银行集团可能持有本文提及的货币和金融产品的头寸，并有可能影响其中的交易。在达成任何拟定交易之前，读者应不依赖大华银行集团或其关联公司而独立确定交易的经济风险和价值以及法律、税务、会计特征和后果，并且读者须能够承担这些风险。本文及其内容是大华银行集团的专有信息及产品，不得复制或用于其他用途。本文以英文书写，中文版本且仅供参考。中、英文版本若有任何歧义，均以英文版本为准。

另，本文内容由新加坡大华银行提供，大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。