

中国：中国央行的同步宽松政策

中国央行周六（6月27日）宣布下调基准利率并定向降低金融机构的存款准备金率（RRR），该决定自6月28日起生效。

一年期贷款基准利率下调 25 个基点至 4.85%；一年期存款基准利率下调 25 个基点至 2%。对农业或中小型企业贷款达到一定标准的银行降低存款准备金率 50 个基点，对财务公司降低存款准备金率 300 个基点。

中国：基准利率

	自2015年6 月28日起 (新)	自2015年5 月11日起 (旧)	变化 基点
活期存款	0.35	0.35	0.0
定期存款			
3个月	1.60	1.85	-25.0
6个月	1.80	2.05	-25.0
1年	2.00	2.25	-25.0
2年	2.60	2.85	-25.0
3年	3.25	3.50	-25.0
贷款利率			
1年或以下	4.85	5.10	-25.0
1-5年	5.25	5.50	-25.0
5年以上	5.40	5.65	-25.0

数据来源：中国央行；大華銀行環球經濟與市場研究部計算與預測

预计定向降准将向金融体系释放流动性近 4500 亿元。此次定向降准幅度小于预期的全面降准 50 个基点。基于截至 2015 年 5 月底银行存款总额 128.99 万亿元的规模估计，如果全面降准 50 个基点，将释放流动性约 6450 亿元。小幅降准说明中国央行对向金融体系释放过多流动性仍持谨慎态度。

这是中国央行近 7 年来（自 2008 年 10 月以来）首次同步降息降准（虽然这次只是“定向”降准，而非针对整个金融体系普遍降准）。而 7 年前的同步降息降准正值全球次贷金融危机爆发期间。

从随后的官方发布以及答记者问等文件来看，本次降息降准的重点是降低融资成本和引导贷款流向农业以及中小型企业。中国央行在答记者问中解释称，虽然存在首次公开募股（IPO）融资等短期需求，但即使2015年4月19日宣布大幅降准100个基点，中国央行也依然预计2015年6月末银行体系超额备付金水平仍将保持在3万亿元左右，所以银行体系流动性总体上较为充裕，并不需要普遍降低存款准备金率来提供流动性。

关于融资成本（答记者问文件提及“融资成本”的频率高达9次），央行提到在截至2015年5月一年期贷款基准利率累计下调90个基点至5.10%后，金融机构在五月新发放贷款加权平均利率为6.16%，较去年同期下降91个基点，创2011年以来的最低水平。与此同时，中国央行还指出，存款利率也随着央行的减息进行了下调，而具有竞争力的价格形成机制已初具雏形。这似乎表明，中国央行进一步降息的可能性有限，我们认为2015年接着只会再降息一轮。同样地，关于针对整个金融体系的全面降准，我们认为2015年下半年最多降低100个基点。

此次积极性措施很多是对当前经济数据持续疲软的回应，小部分目的是稳定上证综指过去两周暴跌19%（创1996年12月以来的最大2周跌幅，蒸发了1.25万亿美元市值）后的市场情绪。鉴于道德风险担忧，中国央行对“拯救”国内股市会有所保留。然而，本周末的发展形势可能会为希腊退出欧元区铺平道路，这肯定会加剧市场的不稳定性，加快潜在金融危机在全球的蔓延，而中国央行此次的“双降”很可能是先发制人的举措。

数据释放表明中国第二季度国内生产总值（GDP）或下滑至7%以下

对于中国央行而言，更重要的是，在2015年年中之际，国内发布的数据大多令人失望。因此，中国2015年全年GDP增速很可能会滑落至目标增速7%以下。

例如，2015年，采购经理人指数（PMI）整体数据到目前为止一直徘徊在50荣枯线上下，这远低于历史平均水平。相比之下，从2005年到2013年，官方PMI整体数据的平均值是52.6，而汇丰PMI指数的平均值为51.4，包括全球金融危机爆发期间。然而，自2014年以来，两套PMI数据均一直令人失望，官方PMI均值仅为50.5，而Markit PMI均值更低，仅为49.7，比长期均值分别低2.1点和1.7点。事实上，PMI报告基本守住了50的临界值，这说明在国内因素（“新常态”）和国外因素（全球经济复苏势头疲弱）的双重影响下，中国制造业依然面临下行压力。这一点也反映在工业生产数据上，该数据连续第二年远低于长期同比均值13%（1995年1月至2013年12月），今年5月该数据为同比增长6.1%，只略高于4月的5.9%。这些疲弱数据表明，即将于7月15日公布的2015年第二季度GDP报告很可能会偏向下行。我们目前预期2015年第二季度GDP整体增速同比值为6.8%，低于2015年第一季度的7.0%。至于2015年全年，我们依然保持全年增速为6.8%的预测，远低于去年的7.4%。

还值得一提的是，官方公布文件以及最新公布的答记者问都没有提及存款利率浮动区间上限。在这个议题上保持沉默表明，存款利率浮动区间上限仍然保持1.5倍于基准利率。鉴于近期宣布的一系列决定（如在2015年6月初宣布面向个人和企业推出大额浮动利率可交易存单（CD）），存款利率浮动区间上限对银行的影响会越来越小。正如我们之前报告中所言，存款利率浮动区间上限已达到其极限，意义越来越小（参阅下表所示），尽管最近又采取了一轮降息措施，但理论利差已经变大。

中国：未来降息评估

	A	B	C	D = BxC	E = A-D
	一年期贷款 利率	一年期存款 利率	存款利率浮 动区上限 (倍数)	有效的一年 期存款利率 息差	利差
生效日:	%	%	(倍数)	%	%
2012年7月6日	6.00	3.00	1.1	3.30	2.70
2014年11月22日	5.60	2.75	1.2	3.30	2.30
2015年3月1日	5.35	2.50	1.3	3.25	2.10
2015年5月11日	5.10	2.25	1.5	3.38	1.73
2015年6月28日	4.85	2.00	1.5	3.00	1.85
预测 T+1：降息 25 个基点	4.60	1.75	1.6	2.80	1.80
预测 T+2：降息 25 个基点	4.35	1.50	1.7	2.55	1.80
预测 T+3：降息 25 个基点	4.10	1.25	1.8	2.25	1.85
预测 T+4：降息 25 个基点	3.85	1.00	1.9	1.90	1.95
预测 T+5：降息 25 个基点	3.60	0.75	2.0	1.50	2.10
预测 T+6：降息 25 个基点	3.35	0.50	2.1	1.05	2.30
预测 T+7：降息 25 个基点	3.10	0.25	2.2	0.55	2.55
预测 T+8：降息 25 个基点	2.85	0.00	2.3	0.00	2.85

数据来源：中国央行；大华银行环球经济与市场研究部计算与预测

现在，2015年已经过半，这意味着中国央行随时都有可能宣布存款利率全面自由化。最有可能采取直接而又简单的方式，就如当年贷款利率改革的宣布。回想2013年7月19日，中国央行曾在单页文件中宣布取消贷款利率浮动区间下限（利率自由化，2013年7月20日，<http://bit.ly/1bCo4jM>）。

降息空间有限

经全面考虑后，我们认为中国央行进一步降息的空间非常有限，这一点在答记者问文件中也得到了证实，其中提到虽然贷款利率已到达2011年以来的最低水平，但伴随着周末发布的最新降息措施，贷款利率很可能会进一步下滑。相反，中国央行关注的焦点将为进一步对存款利率进行改革（取消存款利率浮动区间上限），促进金融业的更大竞争，以及将贷款引向那些被认为需要信贷的行业。此外，进一步下调存款利率还会伤害储户的利益，继而影响消费能力。

因此，我们认为2015年最多只会再降息一次。同样地，关于针对整个金融体系的全面降准而言，我们认为2015年最多降低100个基点，同时我们还认为很有可能是全面降准50个基点。

本周末宣布的积极措施似乎增加了人民币的下行压力。虽然在这一方面，中国关注的重点是实现人民币被纳入国际货币基金组织（IMF）的特别提款权（SDR）货币篮子，所以应该还会继续保持人民币稳定。我们继续维持美元兑人民币汇率在2015年末为6.20的预测，同时仍然认为人民币交易区间在本年度很有可能会进一步扩大。

换个角度来看，本周末宣布的决定是自2014年11月开始降息周期以来的第四次降息。中国上次宣布降息的时间是5月10日。在2015年2月降准50个基点后，最近一次针对所有商业银行降准100个基点的决定是4月19日宣布的，为2008年全球金融危机爆发以来的最大单次降准。自2014年11月以来，贷款基准利率已累计下调115个基点，存款基准利率已累计下调100个基点，而针对整个金融体系的全面降准已累计降低150个基点。

中国：利率和存款准备金率预测						
	2015年第1季度	2015年第2季度	2015年第3季度	2015年第4季度	2016年第1季度	2016年第2季度
一年期最优惠贷款利率	5.35%	4.85%	4.60%	4.60%	4.60%	4.60%
一年期存款利率	2.50%	2.00%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%
存款准备金率	19.50%	18.50%	18.00%	18.00%	18.00%	18.00%

数据来源：大华银行环球经济与市场研究部

中国人民银行决定定向降低存款准备金率并下调贷款和存款基准利率，2015年6月27日，
<http://bit.ly/pbocratecuts-20150627>

央行有关负责人就定向降准并结合下调存贷款基准利率答记者问，2015年6月27日，
<http://bit.ly/pboc-qa-20150627>

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。