中诚信国际

热点点评

2020 年 6 月 18 日

降准预期落地可期，利率有望下行但空间有限

——6 月 17 日国务院常务会议点评

联络人

中诚信国际研究院

王秋凤 010-66428877-270

lzhang01@ccxi.com.cn

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

相关报告：

从“稳”到“稳”、“保”并存，政治局会议释放出六大变化，2020 年 4 月 20 日；

CPI 小幅回落结构性风险仍存，疫情冲击 PPI 重回负值区间，2020 年 3 月 9 日；

春节叠加疫情扰动 CPI 破 5，PPI 由负转正但回暖承压，2020 年 2 月 10 日

结构性通胀边际缓和，油价回升 PPI 跌幅收窄，2020 年 1 月 10 日

CPI 短期或维持高位，需求较弱 PPI 延续下跌，2020 年 12 月 9 日

肉价延续上涨带动 CPI 再创新高，PPI 或于底部企稳，2019 年 11 月 11 日

6 月 17 日，李克强主持召开国务院常务会议，部署引导金融机构进一步向企业合理让利，助力稳住经济基本盘，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。我们认为，随着国常会部署的落实，降准或有望近期落地，政策利率下调仍可期，这对债券市场情绪或带来一定修复，利率在当前的相对高点有所下行，但考虑到政策仍需兼顾金融风险，利率下行空间仍受限，或难重回前期低点。

强调“帮助企业特别是中小企业渡过难关”，“六保”工作在金融领域进一步落实。4 月政治局会议首次提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”目标，其中，保市场主体的意义尤为关键，只有保住市场主体，才能有效保居民就业、保产业链稳定、保居民就业。本次国务院常务会议提出“加大货币金融政策支持实体经济力度，帮助企业特别是中小微企业渡过难关，推动金融机构与企业共生共荣”即是“六保”工作尤其是保市场主体工作在金融领域的进一步具体落实。

加大融资总量、引导利率下行，全年宽货币、宽信用基调再度确认，月内降准或可期。今年两会政府工作报告明确提出，“综合运用降息降准再贷款等”，全年货币政策更加灵活。但近期以来，随着经济的修复和央行加大对结构性存款的整治力度，市场对近期内货币政策宽松基调或边际收紧的担忧有所加大。但 17 日国务院常务会议的部署打消了市场这一担忧，会议明确从量、价两个角度对货币政策进行了明确安排：从量的角度来看，明确“综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕”、“全年人民币贷款新增和社会融资新增规模均超过上年”；从价的角度来看，明确“引导贷款利率和债券利率下行”。考虑到本次会议明确提出“降准”，而从以往经验来看，在国务院常务会议提出降准之后，央行往往会在两周之内予以落实，而当前正值季末资金量需求较大时点，且万亿特别国债发行在即，出于保持市场流动性合理充裕及财政货币政策有效互动的考量，在未来半月内开展降准操作或有较大可能。在具体的幅度选择上，我们认为大概率定向降准 0.5 个百分点，继续向中小企业融资倾斜。与此同时，考虑到本次会议提出“引导贷款利率和债券利率下行”，而贷款参照利率 LPR 由 MLF 利率加点形成，OMO 等政策利率向债券市场利率的传到机制也较为顺畅，因此要引导贷款利率和债券利率的下行，MLF、OMO 等政策利率的调整仍然是重要的风向标，这或许说明，短期内政策利率同样有小幅调整的可能。但值得一提的是，本次会议聚焦于金融机构向实体经济让利，但并未关注金融机构负债端成本的调整，两会政府工作报告提到的降息方式或将延后。

金融监管动态调整，增强服务中小企微企业能力和动力。疫情冲击之下，面临市场竞争更为激烈、扛风险能力较弱的中小企业面临的生存压力往往更为巨大，而中小企业又是吸纳就业的重要主体，保中小企业是保就业的前提与必要手段。为了避免疫情冲击之下中小企业融资链断裂带来的多重问题，本次国务院常务会议在此对金融支持中小企业给出了具体政策。一方面，通过合理补充中小银行资本金、加大不良贷款核销处置力度，这既有助于缓释银行业金融机构的风险，也有助于增强银行业服务中小企业的能力；另一方面，发挥考核指挥棒的作用，“督促银行完善内部考核激励机制”，“提升普惠金融在考核中的权重”，提高金融机构尤其是银行业金融机构服务中小企业的动力。

完善资金直达企业的政策工具同时再提防止资金跑偏和“空转”，货币政策“既要”、“又要”之下制约仍存。近期以来，央行创设了中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策、普惠小微企业信用贷款的支持计划等政策工具，缓解中小企业融资难。本次会议再次强调，“完善资金直达企业的政策工具和相关机制”，“确保新增金融资金主要流向制造业、一般服务业尤其是中小微企业”，央行货币政策仍将有望在宽信用、降低实体经济融资成本加大支持力度。但值得一提是，近一个月以来央行持续打击资金套利空转行为，此次国务院常务会议也明确提出防止资金跑偏和“空转”，防范金融风险，货币政策“既要……又要……”的权衡之下，或将对货币政策宽松及利率下行的空间带来制约。

利率有空下行，但难以重回前期低点，下半年十年期国债中枢或维持2.6-2.8%区间波动。近期以来，随着复工复产的持续推进，经济持续修复，5月份宏观经济数据延续4月份的持续修复逻辑。与此同时，针对市场中存在的套利和资金空转行为，央行对结构性存款进行了整治，货币政策基本保持平稳，5月份社融仅较上月小幅增加，继续向常态化水平回归。在宏观修复持续修复及监管适当调整背景下，市场情绪受到一定程度的扰动，随着经济的修复货币政策宽松的力度或有调整，带动利率有所走高，近日十年期国债收益率已经接近2.9%。随着此次国务院常务会议的部署得以落实，降准等措施的落地将带动债市情绪修复，十年期国债收益率仍有回落空间。但考虑到宏观经济仍处于修复进程，同时货币政策仍对风险防范有所关注，货币政策逐步从一季度的应对疫情短期冲击逐步向正常状态回归，十年期国债收益率再回到今年4月份2.48%左右的低点的可能性仍较小，对利率下行的空间不必过分期待，我们认为下半年十年期国债收益率大部分时点或维持再2.6-2.8%区间波动。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a)中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b)即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。