

2015 年 5 月 06 日

宏觀經濟

要讓牛喝水，一共分幾步——論“中國式 QE”的三種方式 20150505

14 年 9 月，日本央行曾創紀錄地宣佈開始購買日本股市的 ETF，該行委員這樣形容此做法：我們將牛牽到水邊，告訴它們水的味道不錯，但它們並不喝。所以，我們認為我們應該親自喝水，向牛展示水的味道很好。這樣一個形象的比喻，對於我們卻有很強的借鑒意義：以前談到中國“QE”，大家認為只是個噱頭。但我們發現，去年以來一系列常規貨幣工具的使用，效果都不盡如人意，說明光憑市場化主體參與降利率是不夠的，得引入央行這樣的非市場化主體。而中國式 QE 的實現途徑，也不止一條。

美日歐的 QE 經驗。美日歐 QE 的實施均源於經濟衰退、通縮風險加劇，資金成本下降並未帶來實體經濟資金成本的同步下調，銀行金融仲介功能喪失。而各類 QE 都通過央行購買金融資產來實現，包括長期國債以及信貸資產等。其傳導機制是通過降低融資成本以刺激投資，壓低實際利率提升通脹預期，刺激股市上漲增加居民財富，從而刺激居民進行消費、企業加大投資，改善經濟增長。

當前中國利率現狀：傳統工具有用嗎？目前雖然降息、降准等傳統貨幣政策工具仍有巨大的使用空間，但其效果趨於下降，雖然可以顯著降低短期的貨幣利率，但對於降低長期的國債利率乃至信貸利率效果有限。效果為何減弱？主要是源於利率市場化前後，貨幣政策的傳導路徑發生了變化。利率市場化之後，降息傳導變為：降息—存款利率上浮，制約貸款利率下降—銀行偏好高收益資產、信貸和利率債需求減弱。這也意味著近期的中國版 QE 傳言並非空穴來風。

中國式 QE 途徑猜想，我們認為中國式 QE 主要有三種可能方式：

QE 方式一：大規模降准，持續釋放銀行低成本資金。從過去兩次降息降准效果比較來看，相比利率等價格政策，準備金率等數量政策工具效果更好，在 15 年 2 月和 4 月的兩次降准後，長期國債收益率出現顯著下行。目前貸款基準利率已經降至了歷史低點附近，但當前 18.5% 的存准率仍位於歷史高位，下調空間巨大。也只有不斷下調準備金率，強化寬鬆預期，才能將將短端低利率預期傳導至利率曲線中長端。我們維持 2 季度宏觀報告中提出未來存准率有望下調至 10% 甚至以下的判斷。

QE 方式二：注資政策性銀行，曲線購買地方債。對比歷史經驗，央行在 14 年二季度為國開行提供 1 萬億 PSL，用來支援住宅金融事業部，即住宅金融債由央行的 PSL 來對接，化解了國開債供給衝擊的同時，也達到了支援基建資金來源的目的。在 07 年財政部計畫發行的 1.55 萬億特別國債，也

通過再貸款農行定向認購消化了 1.35 萬億，背後的最終出資人也是央行，僅 2000 億面向市場發行。目前低利率的萬億地方債乏人問津，也可通過央行繞道政策性銀行曲線購買。

QE 方式三：購買商業銀行信貸資產。首先是通過抵押再貸款的方式。類似於之前的 PSL 和 MLF，而央行通過設抵押物的範圍可以增加優質信貸的資金供給，降低貸款利率。其次是央行直接或間接購買銀行資產，剝離銀行的不良資產，化解金融系統風險，化解銀行惜貸。由於中國經濟仍在探底，房地產市場低迷，商業銀行存在很多流動性差、風險高的資產。

央行如果購買這些資產，可使得商行獲得資金，修復資產負債表，提高信貸投放能力。98 年亞洲金融危機之後中國銀行體系的整體不良率一度達到 50% 以上，之後也是通過央行再貸款給四大資產管理公司，大規模收購商業銀行不良資產，最終成功解決銀行信貸投放能力不足的問題。

目前央媽期權啟動，各種 QE 傳聞頻出，反映市場對央媽出手解決地方債供給、銀行不良資產上升等問題保持樂觀。未來如果政府能夠配合以更大的改革計畫，比如在利率、匯率及資本帳戶開放等方面有所突破，齊頭並進，中國版 QE 更會事半功倍。

大市導航

大跌短評

1、5 日上證綜指大跌 4%，我們判斷這是技術性調整而非中級調整的開始。中級調整通常是上漲邏輯遭到破壞，前期領漲行業領跌，07 年 530、15 年 116 兩次政策給股市降溫均如此，後一次杠杆交易占比大的行業跌幅也居前。

2、證監會 4 月 17 日來連續警示股市風險，人民日報 4 日發表“牛市也別忘風險”文章。如果市場形成中級調整，短期最大誘因是政策降溫。不過，5 日市場大跌時前期漲幅大、杠杆交易占比大的行業均未領跌，說明市場急跌非此邏輯。

3、主機板跌幅超過創業板源於主題性大市值公司跌幅大。5 日跌停個股不到 30 家，多數是近期急漲品種，有過多個漲停板，如央企整合的中字頭股、資產注入預期概念股等。這類公司股價大幅波動通常與遊資相關，是調皮生的打鬧。

4、維持策略月報《牛味不變，悠著向前》觀點，市場趨勢未變但需關注政策動向，市場熱度上升後波動變大，投資從大膽跑到悠著走。創業板代表的成長股是本輪長牛主角，類似 05-07 年牛市的地產鏈，價值股機會以階段性政策主題展現。

風險提示：政策推進不及預期。

金鉬股份（601958）：全球領先、亞洲最大的鉬業公司

主要觀點：公司是全球領先、亞洲最大的鉬業公司，擁有鉬採礦、選礦、冶煉、化工、深加工上下游一體化的完整產業鏈，擁有亞洲最大的露天鉬礦山、鉬選礦和冶煉廠以及先進的鉬化工和鉬金屬深加工生產線；同時公司已在全球形成完善的銷售網路，與世界多家大型企業建立了穩定長期的合作關係，海外銷售收入穩定，鉬出口關稅取消以及資源稅改革直接受益，買入評級。

- 1、鉬出口關稅取消，公司直接受益：2015年4月23日，財政部正式發佈《國務院關稅稅則委員會關於調整部分產品出口關稅的通知》，通知指出，自2015年5月1日起取消鋼鐵顆粒粉末、稀土、鎢、鉬等產品的出口關稅。2014年公司對外出口收入占總營業收入比達24.73%，所以鉬關稅取消公司將直接受益。
- 2、資源稅改革，龍頭企業受益：2015年4月28日召開的國務院常務會議決定，從2015年5月1日起將稀土、鎢、鉬資源稅由從量計征改為從價計征，並按照不增加企業稅負的原則合理確定稅率。同時進一步清理和規範收費，將稀土、鎢、鉬的礦產資源補償費費率將為零，停止徵收相關價格調節基金，取締省以下地方政府違規設立的相關收費基金。研究建立礦產資源權益金制度。從價計征規避了稀貴金屬價格一漲供應就無窮大擴張的窘境，從而長期利於稀貴金屬價格。不增加企業稅負的原則和進一步清理和規範收費則利好企業的日常經營。資源稅改革促進理順資源稅費關係，利於鉬行業發展，行業龍頭有望受益。
- 3、資源與產業鏈優勢明顯：公司資源自給率行業最高達到100%完全自足，主要礦產資源金堆城鉬礦是純鉬礦，成熟礦山，品位高於行業平均品位，成本較低。同時，公司作為行業龍頭，產業鏈優勢明顯，收入主要來自鉬爐料、鉬化工、鉬金屬加工系列產品，目前產能折合1.7萬噸鉬金屬量。
- 4、尾礦煙氣回收，降本增效：2014年實施科研項目42項，年內完成22項。其中，從鉬精選尾礦中回收鉬金屬專案，全年產出鉬精礦951噸，使公司選鉬綜合回收率提高2.5個百分點，增加效益3674萬元；鉬浮選中礦處理新工藝研究項目，已完成相關改造及工藝試驗，預期可提高鉬精選回收率1個百分點以上；銻回收技術研究及工業試驗項目，生產出粗高銻酸銨產品206Kg。上述回收項目為公司降低成本和增加效益發揮了一定作用。

風險提示：資源稅改革進程變緩。

華夏銀行（600015）：無須過慮，行業堅定看好

華夏銀行近期公告北京市紀委對副行長王耀庭先生的違紀問題予以立案。我們認為公告不易過度解讀，偶然事件不影響公司正常運行，不宜解讀為金融反腐開始，類似事件以前也有發生。行業後續的催化和看點：穩增長發力，流動性進一步寬鬆，金融市場化改革推進。重申選股主線“改革和轉

型”，除了我們推薦的興業外，建議關注以北京為代表的城商行，在金融市場化改革、互聯網化和行業未來的整合並購中，城商行提升和成長可期，預期不滿，積極關注。

風險提示：貨幣政策變化。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團－海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。