



中诚信托研究周报

战略研究部
2019 年第 35 期
总第 59 期
2019/9/24

热点研究

全球货币宽松对金融市场及信托业务的影响分析

2019 年以来，受全球经济放缓、英国脱欧和中美贸易摩擦加剧等因素的影响，多数国家采取降息等宽松货币政策应对经济下行风险，欧美等发达国家的加入，更是将此轮全球货币宽松推向高潮。从次贷危机以来欧美的历史来看，货币政策宽松对提振经济的边际效用逐步衰退，但有助于提升股票与债券价格。外部环境宽松减轻了国内政策压力，货币政策保持稳健中性，推动利率并轨、降低企业融资成本有助于改善企业盈利状况，资本市场业务存在配置机会。

一、经济增速放缓，全球步入宽松周期

在当前经济增速放缓的条件下，全球步入宽松周期。2019 年以来，包括印度尼西亚、澳大利亚、韩国等多个国家相继降息，美联储降息则加快了这一节奏。8 月 1 日，美联储将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点至 2%-2.25%，自 2008 年底以来首次降息，并结束缩表；9 月 8 日，美联储再次将其基准利率下调 25 个基点至 1.75%到 2%的目标区间。9 月 12 日，欧洲央行将欧元区隔夜存款利率下调 10 个基点至 -0.50%，并从 11 月 1 日起，以每月 200 亿欧元的速度重启资产购买计划，且未设截止日期。而日本央行自 2016 年 1 月实施负利率政策至今未进行调整。

全球经济增速放缓是本轮宽松周期的主要原因。次贷危机后，美国的强劲复苏带动了全球经济的回暖。2018 年，全球经济实现 3.7%的增长，达到了 2008 年金融危机后增长的最高点。不过，人口增速放缓、技术进步短期内难以寻求突破，导致经济增长下行压力增大。随着 2018 年特朗普政府减税政策效果的衰退，美国经济出现下行迹象。同时，中美贸易摩擦加剧、英国脱欧等不确定性事件又进一步造成了负面影响。全球经济增速放缓叠加不确定因素干扰，2020 年经济增速还可能进一步下行。

二、全球货币政策宽松将提升资本市场表现

政策宽松具有特定的历史背景。2008 年以来，“量化宽松”成为美欧等发达国家频繁使用的非常规货币政策，比较有代表性的如美联储多次购买国债、机构债和抵押债，欧洲央行 OMT 操作，日本央行的 QQE 等。依靠非常规的货币政策，美联储缓解了次贷危机造成的流动性危机，经济逐步复苏；欧盟则通过购买主权债券对债务国予以支持，成功帮助各债务国走出衰退，经济在 2013 年开始回升；2013 年 4 月、2016 年 1 月，日本央行先后推出量化质化宽松和负利率政策后，

日本出口增加，经济复苏，但 2% 的通胀目标仍未实现。

政策宽松对经济增长的效果逐步减弱。从 2008 年-2015 年，美联储资产负债表由 9000 亿美元扩张到 4.5 万亿美元，美国经济在 2009 年三季度后开始恢复正增长。但自 2015 年底美联储开启加息进程和缩表后，经济重新面临衰退压力。虽然特朗普政府在 2017 年推行了大规模减税计划，但政策效果持续时间有限，美国经济重新面临下行压力；欧洲央行自 2015 年开始进行每月规模在 600 亿欧元-800 亿欧元资产购买计划，从 2014 年底到 2018 年底结束，欧央行持有的证券资产规模累计增加约 2.6 万亿欧元，力度前所未有的，但对经济刺激的政策效果远小于 2011-2013 年的小规模 QE，通胀虽然上行，但 CPI 一直徘徊在 2% 以下；日本在实施负利率和 QQE 政策后，又将收益率曲线控制政策纳入政策组合，以达到刺激经济实现通胀目标的目的，但经济增速仍然较为缓慢。

政策宽松将提升资本市场表现。从美国的情况来看，美联储提供充裕的流动性使市场风险溢价下降，企业通过债券市场获得低成本融资，缓解了银行信贷投放的不足，企业盈利状况改善再投资亿元较强，并通过并购、回购等金融市场活动，推助了股价上涨，走出了 10 年的牛市；欧洲的情况与美国略有不同。根据中信证券的统计，2015 年欧央行开启资产购买计划之后，欧元区权益资产和债券资产的净流出速度开始加快，其中债券资产的净流出规模远大于权益资产，而且从持续时间来看，债券市场的净流出规模持续的时间也更久。其原因主要是 QE 购买各国国债后并未促进相应的财政开支，并推助了债券和优质资产的价格，导致资金流入更为安全的市场，但权益指数总体上呈上涨趋势。

政策宽松难以从根本上解决经济增长问题。虽然原因各异，但美、欧、日经济增速放缓的情况趋同。宽松的货币政策可以在短期内延缓经济放缓速度，但难以改变放缓的趋势，同时会出现资金空转风险，加剧资产价格泡沫。一般而言，货币政策宽松有利于股市、原油等风险资产，黄金价格也会出现上扬。在欧洲宣布降息后，欧洲股市多以上涨收盘。但美联储宣布降息后，美股和黄金同时出现了盘中跳水，美国国债短时间内遭遇抛售，美元指数盘中急升。这表明货币宽松程度并未达到市场投机需求的预期，资产价格短期出现波动。

三、国内资本市场有望在外部宽松环境下受益

完善货币政策传导机制降低实体经济融资成本。新 LPR 将市场利率与实体经济贷款利率联动，有助于进一步疏通央行政策利率向市场利率和信贷利率的传导，对利率市场化改革也具有积极的意义。按照最新的 LPR 报价，与企业短期经营相关的 1 年期 LPR 为 4.20%，较上月下降 5 个基点；5 年期以上品种报 4.85%，与上月持平。考虑到住房按揭贷款利率主要与 5 年期以上 LPR 挂钩，由于房地产调控需要，该期限 LPR 利率保持不变。

汇率下行压力不大。8 月 5 日，在岸人民币、离岸人民币兑美元双双跌破“7”这一心理关口。不过，根据外管局的数据，8 月份银行结售汇小幅逆差 54 亿美元，环比下降 12%，同比下降 64%；8 月末为 31072 亿美元，环比增加 35 亿美元。这表明，在全球宽松条件下，汇率突破心理关口并未出现恐慌性购汇行为，汇率

市场弹性空间更大。

国内资本市场有望在外部宽松环境下受益。在全球货币宽松条件下，部分投资资金外溢，寻求安全和具有投资潜力的市场。目前，无论是全球型还是新兴市场型基金，其投资组合中中国股票的权重此前还都偏低。根据摩根士丹利的估算，随着MSCI和富时罗素指数的扩容，2019年全年净流入A股外资规模约为400亿-700亿美元。此外，随着一系列扩大金融对外开放措施的实施，合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制被取消，A股投资的吸引力和便利性不断得到提升。

四、信托公司需关注资本市场业务机会

信托公司需关注资本市场业务机会。从短期来看，利率下行、企业融资成本的降低有助于改善盈利状况，降低信用风险溢价，有助于提升股市和债市的表现。从资本市场的角度，通过货币政策适度宽松引导综合负债成本下行则对股市形成利好。在利率下行周期中，信贷业务利差可能被压缩，贷款利率将随市场利率同步降低，市场吸引力下降。同时，资产配置业务需求提升，以股、债和黄金等作为投资标的的配置类业务吸引力将不断提升。

信托公司需关注优质政信业务机会。虽然短期内经济仍有下行压力，但减税降费、提前下达新增专项债限额有助于降费降低企业经营成本，托底经济，为稳增长奠定基础。据国家税务总局统计，2019年1至6月，全国累计新增减税降费11709亿元，其中本年新出台减税政策共计减税5065亿元；2019年新增地方政府专项债务限额2.15万亿。6月，《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》中，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金将进一步放大专项债的作用，信托公司可关注优质政信业务机会。如果按照十三届全国人大常委会第七次会议决定，可提前下达的2020年新增专项债限额为12900亿，假设其中20%作资本金，中性情景下可撬动的基建投资在8300亿元左右。

信托公司国际业务需注意汇率升值风险。本次人民币兑美元贬值是受中美贸易摩擦，美国对中国商品加征关税等因素的影响。在全球货币宽松的条件下，人民币并不具备大幅贬值的基础，兑其他货币还有所升值。根据国际清算银行公布的数据，2005年初至2019年6月，人民币名义有效汇率升值38%，实际有效汇率升值47%，是二十国集团经济体中最强势的货币，在全球范围内也是升值幅度最大的货币之一。信托公司国际业务需关注中美贸易摩擦可能出现缓和后的升值所造成的汇兑风险。

执笔：杨晓东

宏观形势

央行全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点

央行决定于9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。在此之外，为促进加大对小微、民

营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。

8 月规模以上工业增加值同比增长 4.4%

中国 8 月规模以上工业增加值同比增长 4.4%，预期 5.4%，前值 4.8%。1-8 月，规模以上工业增加值同比增长 5.6%。8 月社会消费品零售总额 33896 亿元，同比增长 7.5%，预期 7.9%，前值 7.6%。其中，除汽车以外的消费品零售额 30845 亿元，增长 9.3%。1-8 月社会消费品零售总额 262179 亿元，同比增长 8.2%。

新版 LPR 第二次报价出炉

新版 LPR 第二次报价出炉：1 年期品种报 4.20%，上次为 4.25%，5 年期以上品种报 4.85%，上次为 4.85%。新华社援引业内人士报道称，此次只下调了 1 年期 LPR，5 年期 LPR 保持不变，有利于银行信贷结构调整，避免资金流向房地产等领域，更多引导资金投向实体经济。

同业动态

二季度中国信托业运行规模趋稳

9 月 18 日，中国信托业协会发布 2019 年二季度中国信托业发展评析报告。数据显示，二季度末我国信托资产规模为 22.53 万亿元，较上季度末下降 0.02%，降幅进一步缩窄。其中，事务管理类信托规模为 12.42 万亿元，较 2019 年第一季度末减少 3089 亿元，占比 55.12%，较 2019 年一季度末回落 1.36 个百分点。总的来看，与一季度相比，二季度信托资产规模降中趋稳，资产质量有所优化，资产配置能力则是稳中变强；同时，服务实体经济意识增强，流向工商企业的资金占比稳中有升。值得一提的是，信托公司经营效率同比有明显提升，这体现在人均创利和信托报酬率两方面。今年以来，信托融资需求持续回暖，加之前期通道乱象整治缓释了部分风险，信托业一改去年被动收缩的趋势，主动投放意愿增强，将为实体经济发展、稳定经济增长提供更有力的支持。

银保监会：商业银行理财子公司净资本不得低于 5 亿

银保监会近日起草了《商业银行理财子公司净资本管理办法（试行）》（以下简称《净资本管理办法》），并于 9 月 20 日向社会公开征求意见。根据《净资本管理办法》，理财子公司净资本管理应当符合两方面标准：一是净资本不得低于 5 亿元人民币，且不得低于净资产的 40%；二是净资本不得低于风险资本，确保理财子公司保持足够的净资本水平。

平安信托受托设立国内最大规模保险金信托

近日，首只总保额超亿元的保险金信托在深圳先行示范区诞生。这只由平安信托担任受托人的保险金信托，也是截至目前中国信托行业单笔受托规模最大的

保险金信托。该保险金信托的设立充分发挥了平安集团综合金融优势和领先的科技优势，由平安信托、平安人寿、平安银行共同完成，并实现了设立过程的线上化、智能化，大幅提升了客户体验和设立效率。

中信信托注册资本获批增至 112.76 亿

日前，北京银保监局批复同意了中信信托的增资事宜。批复公告显示，中信信托的注册资本将由 100 亿元增加至 112.76 亿元，增加的注册资本由大股东中国中信有限公司出资，增资后，中信信托的股东的出资金额和出资比例为：中国中信有限公司出资金额人民币 92.76 亿元，出资比例 82.26%；中信兴业投资集团有限公司出资金额人民币 20 亿元，出资比例 17.74%。2019 年至今已过大半，信托行业仅有 6 家信托公司增加注册资本金，增资金额合计 108.76 亿元，除中信信托外，还包括华宝信托、中原信托、兴业信托、东莞信托、光大信托，增资规模最大的为兴业信托。截至目前，注册资本超百亿的信托公司共有 7 家，分别为重庆信托、平安信托、中融信托、中信信托、华润信托、昆仑信托、兴业信托，注册资本分别为 150 亿元、130 亿元、120 亿元、112.76 亿元、110 亿元、102.27 亿元、100 亿元。

地产信息

本周房地产市场：楼市整体成交环比有所上升；土地整体供求环比走高

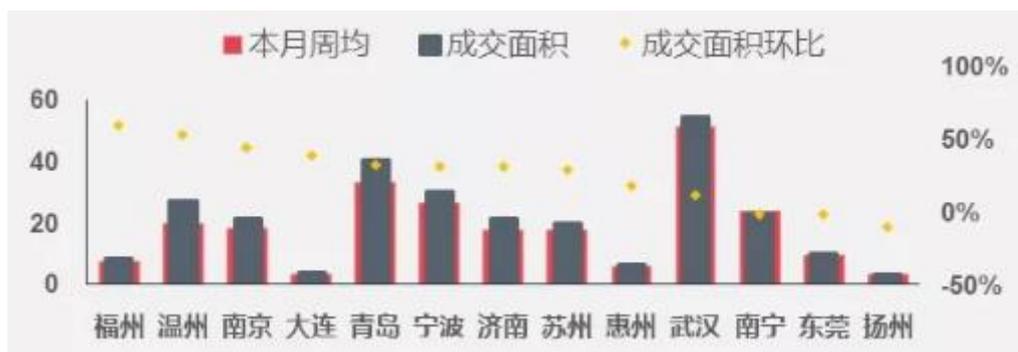
中指研究院报告显示，本周楼市整体成交有所上升，各线城市成交环比均不同程度上升。

| | 成交量环比变化 | 成交量同比变化 |
|------|---------|---------|
| 一线城市 | +13.0% | -33.1% |
| 二线城市 | +26.8% | +83.3% |
| 三线城市 | +2.6% | -17.8% |

本周一线城市成交量稳中有升，环比升幅为 13.0%，其中深圳环比降幅较大，为 28%；广州和上海升幅相近，北京升幅在 5% 以内。同比来看，楼市整体成交下降 33.1%，其中北京和广州降幅显著，均超 40%；深圳降幅较大，同比升幅近 40%。

| 城市 | 成交面积/万平方米 | 环比 | 同比 |
|----|-----------|------|------|
| 北京 | 14.12 | +4% | -40% |
| 上海 | 28.18 | +13% | +12% |
| 广州 | 15.48 | +17% | -64% |
| 深圳 | 6.74 | +28% | +39% |

二线代表城市成交量环比上升 26.8%，同比上升 83.3%。其中福州成交环比升幅明显，温州次之；仅南宁成交环比小幅下降，降幅为 1.0%。三线代表城市成交量环比上升 2.6%，其中惠州升幅较为明显，近两成。同比来看，整体下降 17.8%。



图：二线城市重点城市成交面积环比涨跌幅

土地市场来看，本周全国 40 大中城市推地总量环比增加 46%，7 个城市无推出，沈阳、昆明推出量较大；成交方面，主要城市成交量增加 213%，17 个城市无成交，长春、苏州成交量较大；整体出让金增加 31%，宅地出让金环比增加 55%。一线城市整体供应量增逾一成，成交方面量价双降，宅地供求较上周走低，北上广均有宅地供应；二线城市整体供求较上周走高，出让金环比增幅过半，宅地供求较上周走高，出让金环比增近七成。

深入开展住房租赁中介乱象专项整治

住建部召开住房租赁中介机构乱象专项整治工作推进会，要求集中力量在全国范围内深入开展住房租赁中介机构乱象专项整治，严厉打击侵害住房租赁当事人合法权益的行为。要通过专项整治，纠正和查出住房租赁中介机构违法违规行，坚决取缔一批“黑中介”，在有效遏制住房租赁中介机构乱象的同时，加快长效机制建设。进入 2019 年，中央地方加快发展住房租赁市场的同时，持续规范市场秩序，完善长效机制。

海南省着力减少经济对房地产的依赖

海南省省长沈晓明在“全面深化改革开放 加快建设美好新海南”发布会上表示，经济发展靠房地产是不可持续的，海南着力减少经济对房地产的依赖。2019 年 1-8 月份，全省地区生产总值增长 5.4%，没有出现因为房地产调控而引起的经济大起大落情况。另外，海南发布 2019 年版产业准入禁止限制目录，明确禁止建设房地产开发经营中的产权式酒店，禁止利用海岸带可开发的一线土地、新批填海土地建设商品住宅；禁止五指山、保亭、白沙、琼中 4 个中部生态核心区市县开发建设外销房地产项目。

加强农村宅基地管理

中农办农业农村部发布《关于进一步加强农村宅基地管理的通知》：城镇居民、工商资本等租赁农房居住或开展经营（农家乐、民宿、乡村旅游等）的，要严格遵守合同法的规定，租赁合同的期限不得超过二十年；对进城落户的农村村民，各地可以多渠道筹集资金，探索通过多种方式鼓励其自愿有偿推出宅基地。

城镇保障性安居工程专项资金管理办法出台

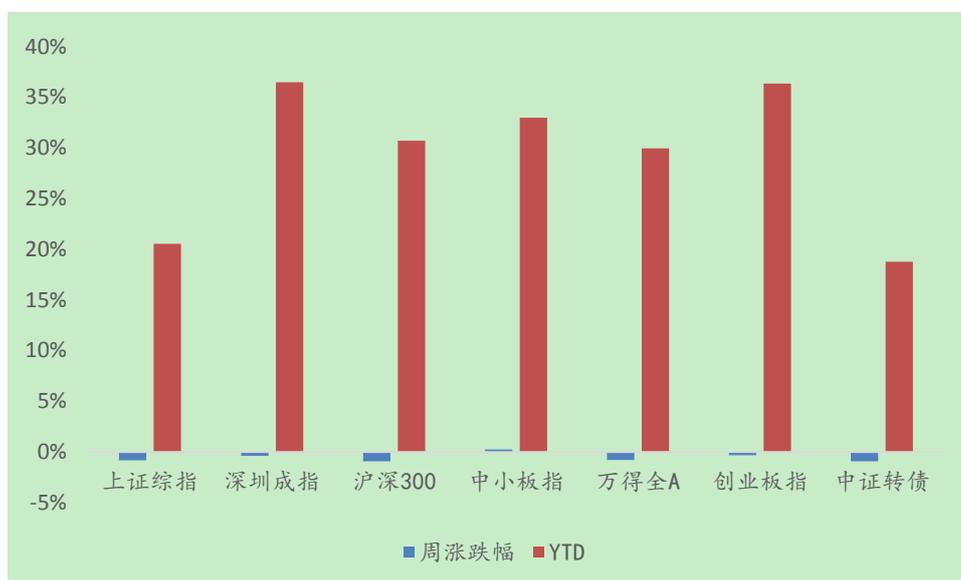
财政部发布《中央财政城镇保障性安居工程专项资金管理办法》：专项资金支持范围包括公租房保障和城市棚户区改造、老旧小区改造、住房租赁市场发展。示范期内，专项资金标准按城市规模分档确定。其中，直辖市每年 10 亿元，省会城市和计划单列市每年 8 亿元，地级城市每年 6 亿元。示范期 3 年。

资本市场

股票市场

本周，A 股三大指数均下跌，跌幅在 1%以内。具体来看，上证综指报收于 3006.45 点，下跌 0.82%；深证成指报收于 9881.25 点，下跌 0.39%；沪深 300 报收于 3935.65 点，下跌 0.92%；创业板指报收 1705.05 点，下跌 0.32%；中证转债指数报收于 332.10 点，下跌 0.92%。

| 指数 | 收盘价 | 周涨跌幅 | 年初至今 |
|--------|----------|--------|--------|
| 上证综指 | 3,006.45 | -0.82% | 20.55% |
| 深圳成指 | 9,881.25 | -0.39% | 36.49% |
| 沪深 300 | 3,935.65 | -0.92% | 30.72% |
| 中小板指 | 6,253.91 | 0.25% | 32.98% |
| 万得全 A | 4,216.96 | -0.78% | 29.96% |
| 创业板指 | 1,705.05 | -0.32% | 36.35% |
| 中证转债 | 332.10 | -0.92% | 18.77% |



债券市场

本周受月中缴税等因素影响，短期利率有所上行。具体来看，隔夜 SHIBOR 报收 2.7460，上涨 41BP；7 天 SHIBOR 报收 2.7310，上涨 8.9BP。同业存单收盘到期收益率 (AAA) 1M、3M、6M、9M、1Y 分别上行 11.74BP、0.23BP、7.33BP、4.93BP 和下行 0.01BP。3 个月短融和国债分别上行 0.01BP 和下行 10.97BP。

| 名称 | 周一报价 | 周五报价 | 周涨跌幅 (bp) |
|----|------|------|-----------|
|----|------|------|-----------|

| | | | |
|---------|--------|--------|--------|
| 隔夜 | 2.3360 | 2.7460 | 41.00 |
| 1 周 | 2.6420 | 2.7310 | 8.90 |
| CDAAA1M | 2.6078 | 2.7252 | 11.74 |
| CDAAA3M | 2.7175 | 2.7198 | 0.23 |
| CDAAA6M | 2.7735 | 2.8468 | 7.33 |
| CDAAA9M | 2.8745 | 2.9238 | 4.93 |
| CDAAA1Y | 3.0285 | 3.0284 | -0.01 |
| 短融 3 个月 | 2.8123 | 2.8124 | 0.01 |
| 国债 3 个月 | 2.4168 | 2.3071 | -10.97 |
| 国债 1 年期 | 2.5961 | 2.5718 | -2.43 |
| 国债十年期 | 3.0926 | 3.0980 | 0.54 |
| 国开债十年期 | 3.5521 | 3.5075 | -4.46 |

央行公开市场操作情况

根据央行公告，本周央行公开市场累计开展逆回购 3200 亿元，MLF 续作 2000 亿元；本周共有 2300 亿元逆回购和 2650 亿元 MLF 到期，共实现资金净投放 250 亿元。

| | 上周（9.9-9.15） | | 本周（9.16-9.22） | |
|-----|--------------|---------|---------------|---------|
| | 到期 | 投放 | 到期 | 投放 |
| 逆回购 | 400 亿元 | 2300 亿元 | 2300 亿元 | 3200 亿元 |
| MLF | | | 2650 亿元 | 2000 亿元 |
| SLF | | | | |
| SLO | | | | |
| 合计 | 净投放 1900 亿元 | | 净投放 250 亿元 | |