

研究员：刘俊强  
联系电话：0571-85336367  
Email: liujq@ghlsqh.com.cn

### 宏观财经信息：

降息降准能救中国经济吗？

机构预计实际利率有望逐步下行

注册制将带来创投概念春天

### 行业信息点评：

国土部或取消不动产登记与房产税挂钩

高盛：铁矿石价格上涨带来最佳“做空窗口”

车市遇冷，中国汽车销售增长停滞

国海良时期货有限公司

地 址：杭州市河东路 91 号

邮 编：310014

传 真：0571-85237426

网 址：www.ghlsqh.com.cn

全国客服热线

**400-700-9292**

## 宏观财经要闻：

● **降息降准能救中国经济吗？**自 2015 年 5 月 11 日起金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%。此前市场几乎一致预期，央行已经进入了新一轮降息降准通道。几乎可以肯定，今年还会有新的降息降准。这种对“进一步放水”的预期在股市泡沫中被演绎得淋漓尽致。那么，如何看待当前的降息降准周期？它能帮助中国经济摆脱困局吗？

◆ **点评：经济恶化“倒逼”降息降准。**经济下行压力上升、银行贷款利率（6%以上）与企业投资回报率（5%以下）的倒挂、外汇占款压力的下降，都为降息降准提供了理由。如果任由经济惯性下坠，的确极有可能诱发系统性风险。一旦爆发系统性风险，改革亦无从谈起。因此，当前确有必要刺激经济，为改革赢得时间。就此而言，降息降准是可以理解的“无奈之举”，是“续命”的方法之一。

**降息降准难以让经济“好起来”。**其一，面对“去杠杆”、“去产能”的双重压力，企业负面预期很难改变。在这样的情况下，即使财务状况良好的企业也并不会积极投资，所以增加银行体系的流动性并不能直接转化为实体经济的投资。相反，新增资金只能发挥两个作用：1) 还旧债；2) 流入股市、楼市等资产类市场。其二，由于上述原因，经济存在泡沫化风险。一旦泡沫破裂，经济将遭受严重打击、雪上加霜。其三，“大水漫灌”将导致大批“僵尸企业”复活，大大延缓“去杠杆”和经济结构调整步伐。在现行体制下，无论银行还是地方政府，都有动机去救助“僵尸企业”，从而继续掩盖风险。因此，银行获得新的流动性之后，将首先去救助“僵尸企业”，而非决策层所希望的中小企业。其四，在银行与影子银行利率双轨制的格局下，降息也难以缓解“融资贵”。原因很简单，银行贷款利率（一年期 7%左右）原本就大大低于影子银行 20%左右的利率。因此，真正抱怨“融资贵”的并非银行客户，而是那些去影子银行融资的企业。银行贷款降息，只会让那些得了便宜的大客户（国企、地方政府）沾更大的便宜，而影子银行的借款人将继续在高融资成本的苦海中挣扎。因此，降息降准是防止系统性风险的无奈之举，有助于防止经济“休克”，但却无法让经济好起来，甚至对缓解“融资难融资贵”也效果甚微。不仅如此，降息降准还有显著的负作用：加剧资产价格泡沫、延缓经济结构调整，甚至制造新的经济风险来源。

**中国经济该怎么办？**其一，加快金融自由化改革，消除扭曲和资源错配。金融体系要实现资金的有效配置，需要几个条件：1) 资金价格（利率）能反映供求关系；2) 银行能根据借款人的真实风险水平定价，其决策基于商业而非政治动机；3) 借款人不存在“预算软约束”，企业的破产、债务违约过程不受政治因素干扰。这要求我们在利率市场化的同时，加快银行、国企体制改革和地方政府债务规范化。其二，立刻马上放开 IPO 供给。增加股市融资，既可以“去杠杆”又可以缓解中小企业融资难。当下股市特别是创业板严重泡沫化，放开 IPO 供给，既可以抑制泡沫又可以帮助大量中小企业融资。其三，以大规模减税修复经济信心。针对当前实体经济投资回报率低于利率、税负水平过重、产能过剩严重的现实，应该进行“大手笔”进行减税（减税规模应在万亿以上）。减少企业所得税，可以改善企业盈利能力；减少个人所得税，可以促进消费、化解产能过剩。

**PS：**从前面的几次降息我可以看到，实际上降息对实体经济的刺激效果没有预期中的那么好。究其原因，我想有两个：1) 金融资源配置的扭曲，投资标的匮乏，资金流不进实体经济；2) 本次经济复苏的看点不在降息降准，在于促改革、调结构。所以降息降准是续命，改革才是救

命。去年九月份的时候，路透社有一篇评论，评论美国次贷危机的。他们宣称，美国的QE计划导致金融市场与实体经济的撕裂。但是，我认为，中国特殊的金融市场注定了实体经济与金融市场，股票市场和大宗商品的撕裂表现的更为明显。

- **机构预计实际利率（银行贷款实际利率）有望逐步下行。**央行公布，自2015年5月11日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%。在多种宽松货币政策的作用下，名义贷款利率有所回落。央行数据显示，3月末，一般贷款加权平均利率为6.78%，比上年12月下降0.15个百分点；票据融资加权平均利率为5.40%，比上年12月下降0.27个百分点。今年一季度一般贷款加权平均利率已经是连续第二个季度下降，但下降幅度有限。2014年一季度末一般贷款加权平均利率为7.37%，二季度末为7.26%，三季度末为7.33%，四季度末为6.93%。

注：实际利率=名义利率-通胀率

- ◆ **点评：**瑞银集团中国首席经济学家汪涛认为，**名义GDP增速恶化令实体经济偿债能力雪上加霜。**这集中体现为实际利率居高不下，甚至不断攀升，进而给实体经济活动带来更大拖累，并加剧了企业部门和地方政府的财务负担，导致银行体系资产质量恶化。此次降息不仅可以直接压低名义利率，也将通过需求和预期等渠道支撑通胀。鉴于此预计未来几个月实际利率将逐步下行，从而缓和偿债负担，改善企业现金流，进而帮助增长维持在“合理区间”，控制金融风险。光大证券首席经济学家徐高则表示，**本次降息对经济带动作用有限，未来继续降准降息的概率仍然很大。**此次降息幅度相当温和，对经济增长带动作用有限。随着银行在贷款利率定价自主权的上升，降息的边际效应处于递减状态，本次温和降息对降低社会融资成本的效果将较为有限。本次降息后1年期以内贷款基准利率为5.10%，低于当前3个月理财产品收益率5.21%，这将加剧金融扭曲，导致信贷资源向部分企业和行业集中。对可获得贷款的企业来说，降息可有效降低融资成本，但对于贷款可得性较低企业来说，降息效果并不明显。
- **注册制将带来创投概念春天。**从审核制到注册制是股票市场发展一个重要趋势，也是市场化改革的一个项重要任务。随着政策的大力推动，未来注册制改革有望快速落实。对于创投类企业而言，其持有的相关企业股权将实现流通，并有可能实现大幅升值。数据显示，创投行业目前处于2008年以来最好的快速成长期，国内产业升级和金融改革均亟需提升直接融资比例，扩大资本市场规模，2014年创投业的募资和投资金额均创历史新高，GDP的渗透率达到0.7%，但较美国的1.4%仍有一倍空间。伴随国家的产业升级，发展高新科技，创投公司必将引起市场的关注。IPO注册制将为创投概念股带来新的机遇。

**PS：**风险投资在欧美发达国家，是资本市场的一个重要组成部分。但是在我国，由于金融市场发展的不完善，导致风险投资行业一直由政府资金主导。创投企业在我国生存困难，一方面在于制度的因素，另一方面在于推出机制的不完善，导致投资周期太长。注册制的推出，不单单带来创投概念股的春天，对企业融资渠道的丰富也起到很好的推动作用。

- ◆ **点评：**IPO的重启和注册制的推进有望直接带动创投公司业绩持续高增长；新三板连续竞价和制度将极大提升创投公司的流动性和估值水平，为相关公司提供了崭新的投资和退出平台；经济结构升级和国资改革驱动的并购重组浪潮为创投公司开拓了新型盈利模式，部分公司已率先通过一二级并购的方式将所持股权项目变现，带来较高的投资收益和自主掌控的退出节奏。市场普遍预计注册制可能的推出时点是2015年10月前后或6月前后，取决于《证券法》修订进

展。肖钢主席3月5日在两会表示，证券法修毕即可落地注册制。对于创投类企业而言，如果注册制能够落地，那么企业上市就会容易得多，创投退出的周期会缩短，其持有的相关企业股权将实现流通，并有可能实现大幅升值。据统计，约有50家上市公司直接持有创投公司股权。按照参股创投企业家数来看，张江高科、同方股份同为5家，钱江水利参股4家，而大众公用、北京城建、复星医药、龙头股份和南通科技均为参股3家，复旦复华、力合股份、中科英华等10家A股公司均参股2家创投企业。

## 行业信息点评：

- **国土部加快推进不动产登记，或不与房产税挂钩。**经济观察网称其从多个权威渠道获悉，不动产登记工作不与房地产税挂钩，而突出其保护不动产权利人合法权的核心功能，要加快推进该项工作的全面推开。
- ◆ **点评：**不动产登记一直被视为征收房地产税的基础。按照房地产税立法路径：搭建房地合一的不动产登记信息平台——启动个人税号（“纳税人识别号”）——起草房地产税立法——为稳定税负进行减税——2017年两会审议，上述工作以串联推进，并联执行。在这一路径指导下，《不动产登记暂行条例》已于今年3月1日开始实施，其中第二十五条明确要求，国土资源、公安、民政、财政、税务、工商、金融、审计、统计等部门应当加强不动产登记有关信息互通共享。上述暂行条例意味着，不动产登记信息平台将纳入个人税收。然而，因涉及房产税、以人查房等因素，不动产登记工作进展缓慢。若**不动产登记不与房产税挂钩，或能加快不动产登记的进度。但不可忽视的是，不动产登记的另外一项衍生功能是反腐。或许来自于既得利益集团的阻挠也是延缓不动产登记的重要因素之一。**
- **高盛：铁矿石价格上涨带来最佳“做空窗口”。**高盛集团周一表示，铁矿石价格大幅反弹之后将提供理想的做空机会。铁矿石市场基本面迟早会让价格重新跌回52美元/公吨。
- ◆ **点评：**高盛认为，2014年年中以来导致铁矿石价格大跌的**结构性状况并未改变，供给依然大于需求**。基本面的情况并未变化意味着现在的反弹将带来理想的“做空窗口”，铁矿石年内目标价为52美元。那些生产成本较高的公司最终将被迫关闭。来自中国的证据也侧面佐证这一观点。中国是目前世界上最大的铁矿石消费国，因为目前中国国内房地产市场依然没有好转，下游需求迟迟不能启动。虽然前期铁矿石价格有一波凌厉的上行，但是我们只能判断为资金推动下的反弹。
- **车市遇冷，中国汽车销售增长停滞。**据中国汽车工业协会公布的数据，4月汽车产销分别完成207.97万辆和199.45万辆，同比产量增长0.6%，销量下降0.5%。1-4月，汽车产销分别完成828.08万辆和814.48万辆，同期分别增长4.1%和2.8%。**包括卡车和公共汽车在内的商用车产销下滑最为显著**。前4个月商用车产销121.72万辆和117.09万辆，同比下降18.50%和19.13%。除去节日性因素，上一次中国汽车市场同比无增长是在2012年9月，当时中国和日本政府东海矛盾激化，大幅影响日本汽车厂商在华销售额。中国汽车工业协会预计2015年全年乘用车产销量同比增长8%，低于去年的9.9%和前年的16%。
- ◆ **点评：**汽车产销量数据正如中国经济数据，各项增速均呈下行趋势。汽车咨询公司LMC分析师John Zeng向《华尔街日报》表示，因中国经济减速对消费有很大的影响，他们认为汽车市场增

长放缓远远没有结束。卡车销售的下行体现了实体经济的下行压力，公共汽车销售下行侧面反映地方政府在公共财政支出上的窘迫。此外，汽车产销量数据的走弱，投资者需警惕该数据给一些客户结构比较单一的汽车零部件生产的上市公司带来的业绩压力。

### 【免责声明】

本报告中所列的信息和所表达的意见与建议仅供参考，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。

本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、复制发布。如引用请遵循原文本意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

### 公司营业机构：

#### 公司总部

地址：浙江省杭州市河东路 91 号

期货研究所：0571-85238905

业务管理部：0571-85336138

客服电话：400-700-9292 传真：0571-85237017

营销中心：0571-85336101 0571-85238902

0571-85238903 0571-85230329

#### 上海营业部

地址：上海市浦东世纪大道 1777 号东方希望大厦 8 楼 GH 座

电话：021-50810143 传真：021-50810124

#### 绍兴营业部

地址：浙江省诸暨市浣东街道暨东路 68 号第九层

电话：0575-87019338 传真：0575-87112977

#### 湖州营业部

地址：浙江省湖州市人民路 333-349 号

电话：0572-2215973 传真：0572-2037398

#### 越城营业部

地址：浙江省绍兴市迪荡新城北辰广场 16 楼

电话：0575-85359287 传真：0575-85359288

#### 南宁营业部

地址：广西省南宁市金湖路 26-1 号东方国际商务港 A 座 4 楼

电话：0771-5588188 传真：0771-5588189

#### 台州营业部

地址：浙江省温岭市万昌中路海关大楼北楼

电话：0576-81688160 传真：0576-81688169

#### 三亚营业部

地址：海南省三亚市三亚湾路蓝色海岸 B、C 段

电话：0898-88399339 传真：0898-88393639

#### 长沙营业部

地址：湖南省长沙市雨花区中意一路 158 号中建大厦裙楼二楼

电话：0731-88338318

#### 柳州营业部

地址：柳州市友谊路 4 号友谊国际 2 楼

电话：0772-3021000 传真：0772-3028819

#### 金华营业部

地址：浙江省金华市宾虹路置信大厦 15 楼

电话：0579-83703088 传真：0579-83739886

柯桥营业部

地址：浙江省绍兴县柯桥湖西路 228 号发展广场轻纺大厦  
B 座 13 楼  
电话：0575-81168598 传真：0575-81168592

郑州营业部

地址：郑州市郑东新区商务外环 28 号 18 层 07、08 号  
电话：0371-56971658

萧山营业部

地址：杭州市萧山区经济技术开发区东方世纪中心 604 室  
电话：0571-56133393  
全国统一客服热线：**400-700-9292**

宁波营业部

地址：浙江省宁波市海曙区车桥街 69 号(315000)  
电话：0574-87173700

网址：[www.ghlsqh.com.cn](http://www.ghlsqh.com.cn)