

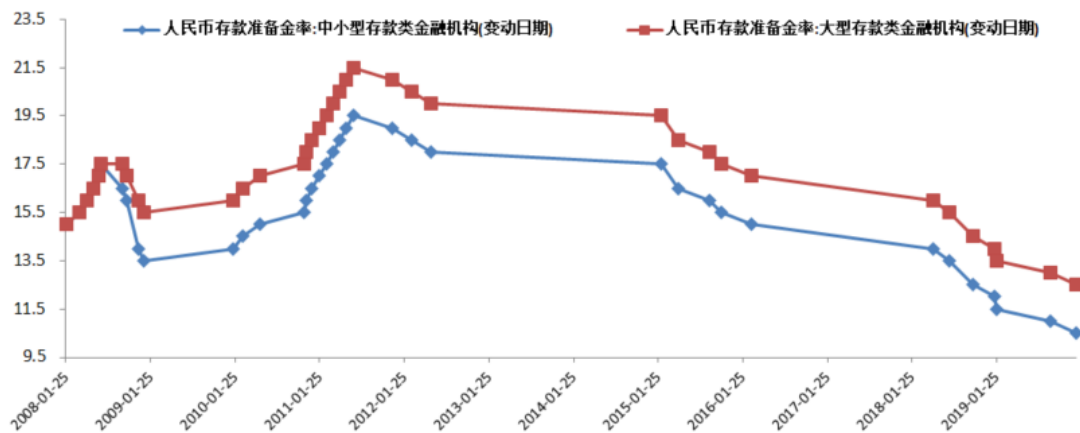
央行如期降准，节前助力仍未止

---央行开年降准点评

事件：

2020年1月1日下午，央行公告称：为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，中国人民银行决定于2020年1月6日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）。

中国人民银行将继续实施稳健的货币政策，保持灵活适度，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，激发市场主体活力，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。



新湖点评：

央行如期降准，不降准才是超预期，央行助力资金面的操作未止。12月中旬以来，市场对于元旦前后降准对冲1月份流动性缺口已是市场一致性预期。我们在此前2-3周的早会上多次提示：受春节、缴税、地方债发行、公开市场操作大额到期等因素影响，元旦前后央行大概率将降准对冲。对于1月份流动性缺口较大（预估近3万亿），市场早已普遍形成了1月份降准的预期。本次降准前也释放了充分的信号，12月中央经济工作会议再次提出“降低社会融资成本”，降成本是货币政策短期的硬约束。12月底，李总理表示“将进一步研究采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种措施”，2020年1月1日上午央行货币政策例会再次强调降低社会融资成本，以往存在两周内降准的惯例。

我们测算1月资金缺口较大，常规因素预计回笼流动性近3万亿元，其中：1月缴税大月和财政支出引发的财政存款（主要考虑历史均值、地方债缴款和其它因素）增加将回笼资金6-7000亿元；缴准回笼资金2000亿元；考虑春节前居

民取现因素导致 M0 增加 15000 亿元；近期汇率变化稳定，外汇占款波动不大。除常规因素外，2020 年 1 月份公开市场操作到期量总计 8575 亿元，其中：短期资金到期量总计 6000 亿元，全部为 12 月份央行为维护年末流动性平稳跨期投放的 14D 逆回购；中长期资金到期量为 19 年 1 月份首次投放的 TMLF，规模为 2575 亿元；本次降准释放资金为 8000 亿元，对于我们测算的 1 月份流动性总缺口近 3 万亿，结合今年财政政策提前发力、专项债发行前置，后续预计还将开展逆回购、新作 MLF、TMLF 等操作。整体看，降准指向央行的宽松态度，我们还需关注央行后续的流动性投放，以及央行对流动性充裕的态度。

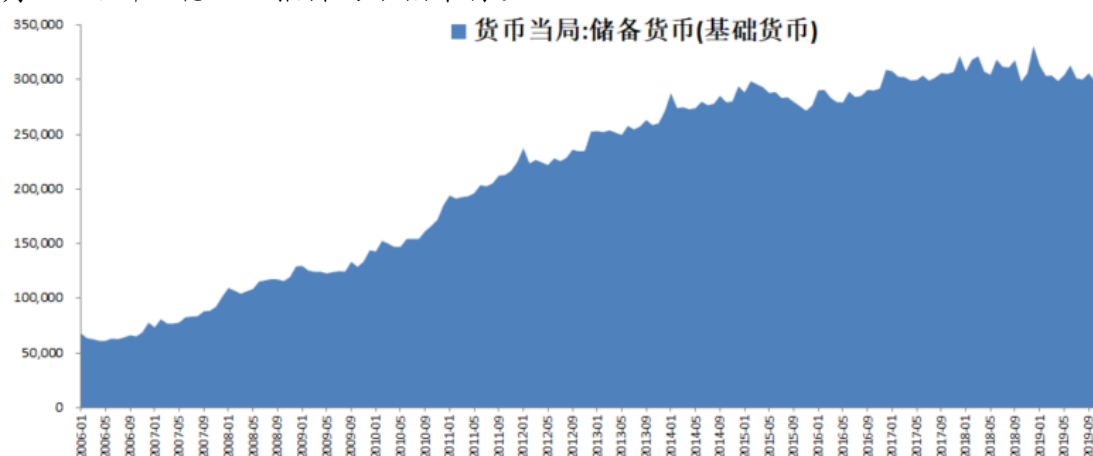
央行历年春节前都有助力资金面的惯例。从近几年央行春节前的安排来看，2017 年 TLF、2018 年 CRA 和定向降准、2019 和 2020 全面降准，伴随货币宽松周期，货币工具的覆盖面有所扩大。表面来看，2019 年降准和普惠金融降准释放资金量不及 2018 年，但实际上 2019 年春节前后的流动性较 2018 年更为充裕，原因在于央行还通过逆回购、MLF 等投放来补足流动性缺口。

央行历年春节前都有助力资金面的惯例

2020 年 1 月 1 日	中国人民银行决定于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率（此次降准与春节前的现金投放形成对冲，银行体系流动性总量仍将保持基本稳定，保持灵活适度，并非大水漫灌）
2019 年 1 月 4 日	中国人民银行决定于 2019 年 1 月下调金融机构存款准备金率置换部分中期借贷便利（基本对冲今年春节前由于现金投放造成的流动性波动，有利于金融机构继续加大对小微企业、民营企业支持力度。）
2017 年 12 月 29 日	中国人民银行建立临时准备金动用安排（为满足春节前商业银行因现金大量投放而产生的临时流动性需求，促进货币市场平稳运行，支持金融机构做好春节前后的各项金融服务，人民银行决定建立“临时准备金动用安排”）
2017 年 1 月份（春节为 1 月 27 日）	春节前央行未降准，但是向央行投放 28 天临时流动性便利（TLF）整个一月份通过公开市场投放期限超一个月的跨春节资金超 2 万亿元。
2016 年 1 月份（春节为 2 月 7 日）	春节前央行未降准，但是整个一月份通过公开市场投放期限超一个月的跨春节资金超 2 万亿元。

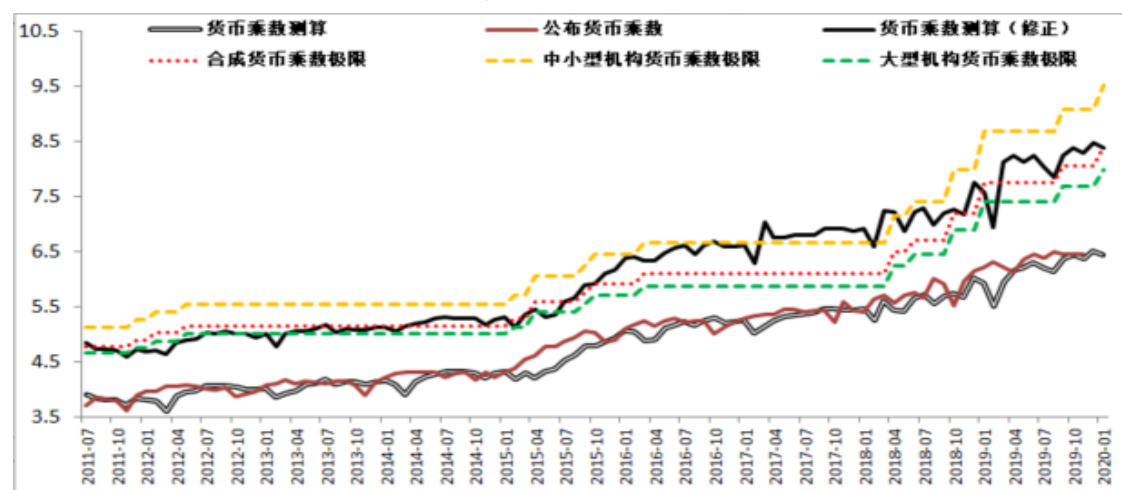
央行降准将引导新一轮 LPR 报价下行。与公开市场投放相比，降准无疑更加有助于降低银行的综合成本，体现了“降低社会融资成本”的诉求。上周央行推出了 LPR 向存量浮息贷款过渡的方案，说明央行正在从疏通渠道和增加流动性投放两方面为实体降成本。但单靠降准显然是不够的，降息、宽财政、监管微调等配合都不应缺席。央行表示，此次降准降低银行资金成本每年约 150 亿元，通过

银行传导可降低社会融资实际成本，特别是降低小微、民营企业融资成本。因此，我们认为随着 LPR 机制进一步推广，叠加降准降低银行负债端成本，将引导 1 月 20 日新一轮 LPR 报价的小幅下行。



降准确实有必要。从当前流动性可释放的空间来看，尽管央行今年以来进行了多次降准，但是我看到当前基础货币余额相比年初却有一定的减少，进而导致商业银行在流动性投放方面捉襟见肘。从数据来看，我们对货币乘数的测算，发现商业银行的货币乘数已经放大至极限，超额存款准备金降至历史低位，商业银行急需输血。

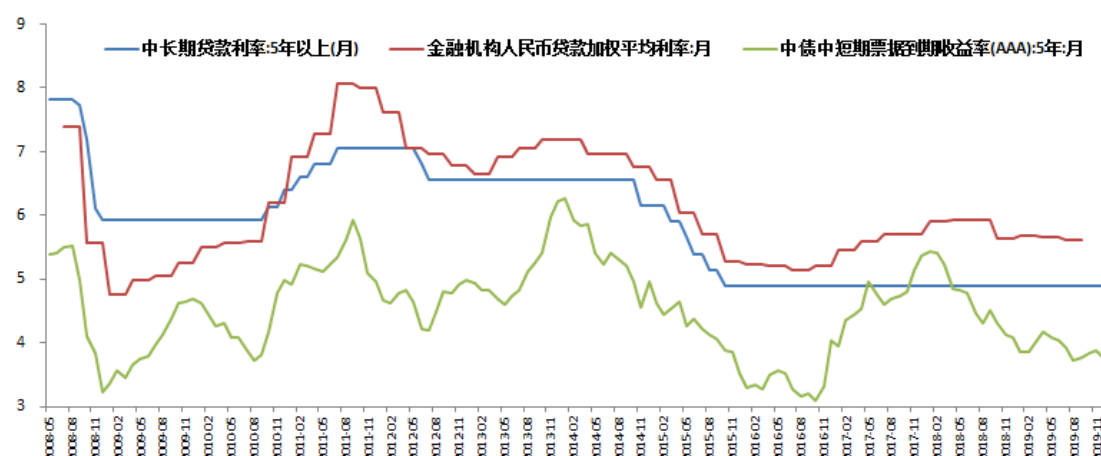
货币乘数接近极限



降准是稳增长下的配套措施，宽信用、宽财政同样在路上。一方面，12 月 27 日召开的央行 4 季度货币政策例会的表述中，强调了“健全财政、货币、就业等政策协同和传导落实机制，确保经济运行在合理区间”指向宽货币是为了辅助宽财政和信用。另一方面，央行 4 季度例会也将货币政策基调的表述从“松紧适度”调整为“灵活适度”，与前期召开的中央政治局以及中央经济工作会议的论调基本保持一致，而上一次类似的调整出现在 15 年底部署 16 年经济工作中出现。实际上 16 年上半年央行仅实施了 1 次降准，和 1 次长端资金的降息。从此

前的情况来看，“灵活适度”虽然一定程度上打开了货币宽松的空间，但一方面货币上的宽松更多是为了配合宽信用和宽财政，另一方面实际的货币操作也会根据基本面走势灵活调整。而从当前的情况来看，政策的“浅调控”思路明显，信用和财政端的节奏可能会随政策重心迁移而有所变化，而货币端无论是短期稳增长和长期促转型，大松大紧并非合意策略，稳步调整的概率更大。

支持专项债发行，财政发力稳增长。财政部已已经与 11 月 27 日提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，年初专项债发行将进一步增加银行间市场流动性压力。根据 12 月底四川财政厅披露：财政部提前下达四川省部分 2020 年专项债券新增额度 624 亿元。2020 年 1 月 2 日起将全国首批发行，四川省 2020 年新增专项债券发行进度将位于全国发行前列。1 月 2 日起地方债发行大幕将开启，当日四川、河南将发行共计 875.71 亿元地方政府债券，且均为新增专项债券。今年 1 月 2 日起四川、河南和云南三省专项债将公开招标发行，而 2019 年首批发行是 1 月 21 日起，同时基建投资加速将加大信贷需求，信用扩张给商业银行准备金带来压力。本轮降准释放资金、缓解准备金压力，助力财政发力稳增长。配合地方债发行。



政策展望，央行表示将继续实施稳健的货币政策，保持灵活适度，不搞大水漫灌，保持流动性合理充裕。展望后市，此次降准落地之后，大型商业银行的法定存款准备金率由 13%降至 12.5%，中小型商业银行的法定存款准备金率由 11%降至 10.5%。与国际上相比，我国的法定存款准备金率仍偏高，也显著高于当前财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司的法定准备金率 6%的水平。因此，金融机构法定存款准备金率还有一定的下调空间。但在保持定力，警惕通胀预期发散的指导下，短期继续降准的概率较低。此外，从近期公布的经济数据来看，主要经济指标回升，终端需求趋于企稳、工业生产有所改善，库存周期接近底部拐点，短期有助加固经济延续韧性表现。配合明年年初的积极财政政策释放，本轮经

济弱企稳可能将持续至明年一季度。因此，我们认为一季度央行将进入货币观察期。对于降息而言，当前 LPR 下调幅度较为有限，与 2018 年以来 10 年期国债收益率和 AAA 企业债收益率幅度相比较为有限，与国务院提出的实际利率水平明显下降也还存在一定的距离。未来 LPR 的下调则主要取决于人民银行是否降准和下调 MLF 工具利率，2020 年一季度后期 CPI 从高点回落之后，MLF 的下调空间将打开。短期内，央行也表示降准同样有降息效果，预计 1 月 20 日新一期 LPR 报价小幅下行。

附：中国人民银行有关负责人表示：降准支持实体经济发展：

1、此次降准如何支持实体经济？

答：此次降准是全面降准，体现了逆周期调节，释放长期资金约 8000 多亿元，有效增加金融机构支持实体经济的稳定资金来源，降低金融机构支持实体经济的资金成本，直接支持实体经济。此次降准保持流动性合理充裕，有利于实现货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境，并且用市场化改革办法疏通货币政策传导，有利于激发市场主体活力，进一步发挥市场在资源配置中的决定性作用，支持实体经济发展。

2、此次降准是否有利于缓解小微、民营企业融资难融资贵问题？

答：此次降准增加了金融机构的资金来源，大银行要下沉服务重心，中小银行要更加聚焦主责主业，都要积极运用降准资金加大对小微、民营企业的支持力度。在此次全面降准中，仅在省级行政区域内经营的城市商业银行、服务县域的农村商业银行、农村合作银行、农村信用合作社和村镇银行等中小银行获得长期资金 1200 多亿元，有利于增强立足当地、回归本源的中小银行服务小微、民营企业的资金实力。同时，此次降准降低银行资金成本每年约 150 亿元，通过银行传导可降低社会融资实际成本，特别是降低小微、民营企业融资成本。

3、降准是否意味着稳健货币政策取向发生改变？

答：此次降准与春节前的现金投放形成对冲，银行体系流动性总量仍将保持基本稳定，保持灵活适度，并非大水漫灌，体现了科学稳健把握货币政策逆周期调节力度，稳健货币政策取向没有改变。（完）

分析师：

李明玉（宏观、金融）

执业资格号：F0299477

投资咨询资格号：Z0011341

电话：021-22155630

E-mail: limingyu@xhqh.net.cm

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。