



## 央行降准点评——

### 内因外因共同作用 央行全面降准及定向降准齐发

#### 专题摘要：

**央行未动国常会先行，本次降准已有预兆**

今日，中国人民银行决定于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)；此外，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。此次降准释放长期资金约9000亿元，其中全面降准释放资金约8000亿元，定向降准释放资金约1000亿元。财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司的法定准备金率为6%，是金融机构中最低的，已处于较低水平，因此此次全面降准不包含这三类金融机构。

事实上，本次政策的实施在周初已有预兆。9月4日，国务院召开常务会议，部署精准措施做好“六稳”工作。对于货币政策方面，强调坚持稳健货币政策并适时预调微调：一方面加快落实降低实际利率水平的措施；另一方面，强调要及时运用普遍降准和定向降准等政策工具。我们在9月4日的报告中就已经做出预判：由于8月LPR新机制已经落地，因此上述表态令9月出台定向降准乃至普遍降准的措施的概率大大上升。

#### 降准为何此时落地？内因外因相互叠加的结果

从内因来看，主要关注流动性紧张的节点。下半年地方债到期、财政缴款、定向工具到期以及同业存单到期所造成的流动性整体压力较小，流动性紧张的节点预计主要出现在6月和8月的债券到期高点。2019年新增地方政府债务限额30800亿元，其中，一般债务限额9300亿元，专项债务限额21500亿元，截止到5月底政府债券发行量达到1.93万亿，占全年债务限额的63%，而6-12月地方债务到期共8866亿，从流动性来讲影响较小。而上半年的定向工具和同业存单均处于净融资的态势，从下半年到期总量来看，6月是最高点，次高点出现在8月。此前在5月7日出台的定向降准政策以及在6月出台的一系列稳增长政策，是6月流动性紧张节点的应对措施。而8月出台的LPR形成机制改革固然会产生引导贷款利率向MLF利率下沿靠拢的不对称降息的效果，但是其作为未来形成利率走廊的一种长效机制，对短期流动性的改善并不会特别明显，因此就需要央行采取更多的手段来补充流动性。

真正促成央行在9月初释放普遍降准+定向降准这一大招，除了内因，还有外因。随着经济增长的不确定性越来越强，美联储十年来首次降息于7月底正式落地。根据统计，今年年初以来全球各大央行已经降息32次之多，而7月至8月间央行的降息次数就占到了上述数据的三分之二，还有部分央行通过非传统货币工具释放宽松政策未计入统计。可以认为，这是美联储降息引发的连锁反应。美联储的货币政策从此前的连续加息转为首次降息之后，两类经济韧性截然不同的经济体在政策响应方面殊途同归：经济韧性较强的经济体在美联储降息的情况下本币对美元出现升值，其宽松政策空间打开，因此选择跟随美联储进行宽松；经济韧性较差的经济体，天然具备鸽派倾向，本就处在宽松政策周期中。因此从短期来看，全球范围内越来越多的央行开始“齐步走”。鉴于美联储及欧洲央行在9月再度释放宽松措施的预期正在不断上升，再叠加9月1日中美关税清单落地、10月31日英国脱欧问题悬而未决等风险因素所造成的额外的流动性紧张，中国人民银行选择在此时释放降准措施以平抑市场流动性风险，也在情理之中。

#### 全球央行政策后续演绎及中国宏观政策的应对措施

从长期来看，前述的货币政策共振不会维持太久就会陷入再度分化。非美经济体在7-8月间纷纷释放宽松信号，导致美元指数弱势昙花一现，反而在美联储首次降息靴子

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669号

#### 宏观策略：

研究员

尹丹

0755-23991697

yindan@citcisf.com

从业资格号 F0276368

投资咨询号 Z0011352

#### 近期相关报告：

8月全球制造业景气度观察：贸易摩擦擦阴云之下 全球制造业表现愈发黯淡

2019-09-04

中国人口结构趋势预测及其对宏观经济和相关政策的影响

2019-08-29

LPR形成机制改革点评：短期产生“降息”效果 长期有利于提升货币政策有效性

2019-08-19

中国7月经济数据点评：趋势性及季节性并存 经济结构转型进行时

2019-08-14

中国7月社会融资数据点评：季节性效应退潮后 融资数据出现结构性调整

2019-08-13

中国7月通胀数据点评：CPI及PPI增速剪刀差再度拉大 货币政策空间略受挤占

2019-08-09

7月全球制造业景气度观察：全球经济下行风险持续，多国制造业仍陷萎缩泥潭

2019-08-02

英国脱欧问题前景展望：新任英国首相态度强硬 英国硬脱欧风险正在上升

2019-08-02

落地之后转为强势，而同期贸易问题、地缘政治问题等风险事件又呈多点齐发之势，进一步推高了美元指数，这与美联储降息想要取得的效果显然背道而驰。在经济不确定性进一步上升的情况下、兼有非美央行的围攻，将倒逼美联储进一步宽松。对于经济韧性较差的经济体而言，其宽松政策存在转向的可能性：前期的货币宽松政策存在推高成本型通胀的可能性，而本币对美元的贬值将加剧输入型通胀，二者叠加之后通胀风险将显著上升，若通胀水平超过容忍范围，即便经济尚未出现起色，这些经济体的央行也将被迫先通过紧缩政策解决通胀的燃眉之急。

今年四季度将会是多种经济、金融风险错综交织的“尖峰时刻”。对于中国而言，如何在这样的环境中安全过冬成为了关键议题。如何才能不被连锁反应绑架货币政策？答案是依靠但不仅仅只依靠货币政策。通过货币政策和财政政策双管齐下、相互配合，一手调节流动性，另一手调节实体经济结构，不断加强经济韧性，才是标本兼治的选择。

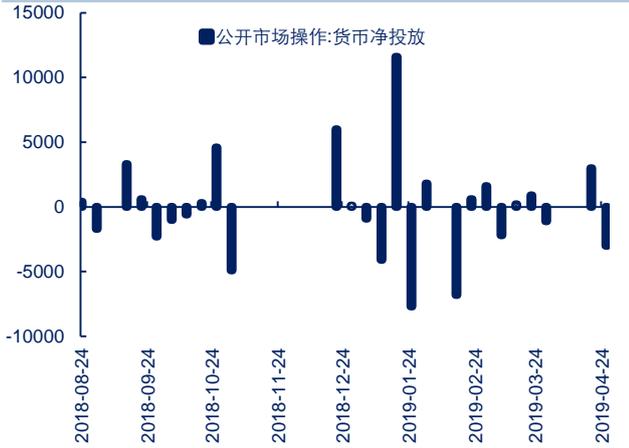
### 本次降准对市场带来的影响

自三季度以来，中美贸易争端造成全球经济下行风险加剧；英国退欧事件在各种层面出现拉锯战，令市场猜测该事件有可能演变成类似雷曼兄弟、欧猪国家债务危机式的系统性风险导火索。屋漏偏逢连夜雨，基本面叠加消息面的双重打击，令风险类资产的表现受到较长时间的压抑，而美元指数、高信用评级长债、贵金属成为资金的避风港。然而，就在最近两周，上述警报正在逐个解除：中美高级别经贸磋商将于10月初重启；英国首相约翰逊在议会遭遇三连击，无协议脱欧的概率有所降低。对此，金融市场已经开始反应，风险情绪在周初已经开始显著回归。

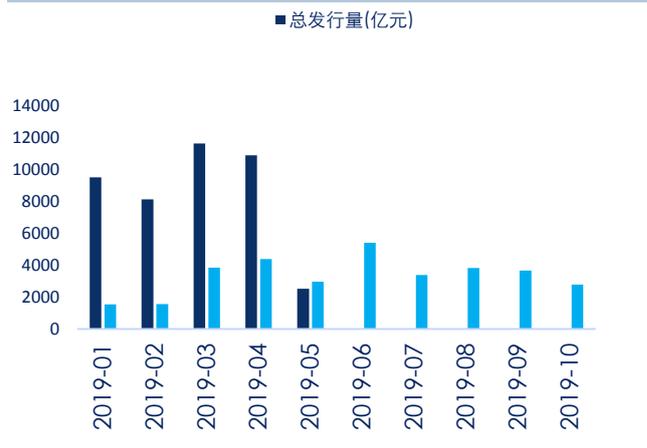
近期中国出台一系列举措再度加码稳增长政策，国常会上也明确提及定向降准和普遍降准，为今日降准落地做足了铺垫，我们认为，因为前期各类避险情绪对风险类资产的压制已久，下周开盘之后，风险类资产延续反弹的概率较大，而避险类资产则将继续回调。

但是，对这波反弹的高度及时长不宜过分乐观。首先，如前所述，本次降准已经有明显的预兆，在降准消息公布前市场已经对其计价；其次，10月31日英国退欧是一个摆在明处的风险，至少在此日期之前，英国方面的变数仍然很大，牵动市场的神经；再次，9月欧洲央行和美联储都有可能进一步采取宽松手段，政策落地之后市场会产生“买预期卖事实”的效应，因此在两大央行宽松政策真正出台时，对经济前景的悲观情绪反而会盖过宽松政策对经济的刺激效应，这是一个躲暗处的风险。面对明暗两大风险的施压，避险情绪仍然蛰伏在近处、随时都有可能回归。央行在实施了降准之后，我们认为会进入一段静默期，观察政策效果，如果市场的避险情绪上升、对流动性再次造成收紧的效应是，我们认为央行有可能通过降低SLF和MLF的利率，引导市场利率下行以安抚市场。

除此之外还需要提及的是，对货币政策较为敏感的房地产板块将会因降准消息受到短时提振。这主要是由于在LPR改革后，房贷利率机制在10月上旬也将改革，根据当前LPR水平计算，改革后房贷利率的下限将比现行的标准上浮。因此我们认为这一因素将与降准一道，驱使部分刚需赶在10月上旬新利率标准落地前进入市场。预计今年房地产销售“金九银十”的效应将会较为明显。但是近期一系列房地产政策在供需两端已然收紧，上述提振效应将会是昙花一现，降准释放的资金流入房地产市场的部分事实上极为有限，难以扭转房地产市场长期承压的状况。

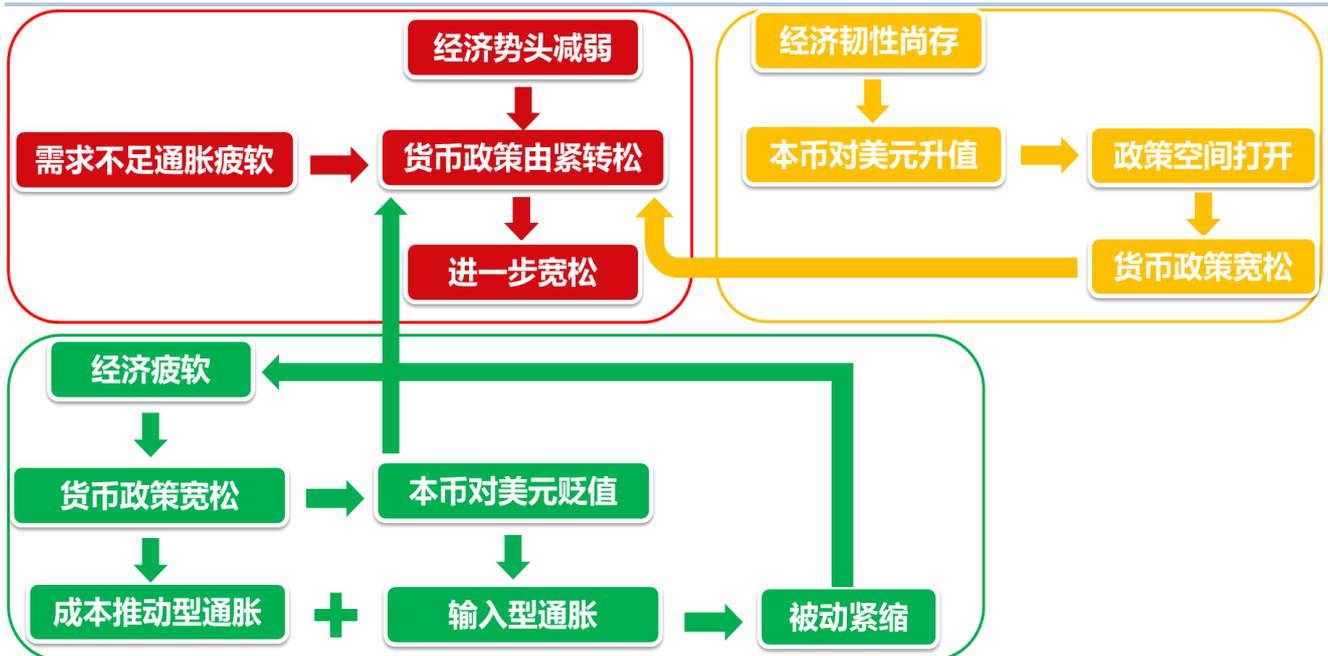
**中信期货研究 | 宏观专题报告**
**图1: 央行公开市场操作净投放量** 单位: 亿元


资料来源: Wind 中信期货研究部

**图2: 地方债的到期量和偿还量** 单位: 亿元

**图3: 定向工具的到期量和偿还量** 单位: 亿元


资料来源: Wind 中信期货研究部

**图4: 同业存单的到期量和偿还量** 单位: 亿元

**图5: 美联储降息引发连锁反应**


资料来源: 中信期货研究部

## 中信期货研究 | 宏观专题报告

表1: 全球央行开启“降息潮”模式

时间	央行	央行动态
2019/9/5	乌克兰	下调基准利率至 16.5%
2019/8/23	斯里兰卡	将关键存款利率和贷款利率均下调 50 个基点, 分别至 7%和 8%
2019/8/23	埃及	下调基准利率 150 个基点至 14.25%, 下调隔夜贷款利率 150 个基点至 15.25%
2019/8/22	印尼	将 7 天逆回购利率从 5.75%下调至 5.5%
2019/8/15	墨西哥	将基准利率下调 25 个基点至 8%, 五年来首次降息
2019/8/9	秘鲁	将参考利率从 2.75%下调 25 个基点至 2.50%
2019/8/8	菲律宾	将基准利率从 4.5%下调 25 个基点至 4.25%
2019/8/7	泰国	将基准利率从 1.75%下调至 1.50%
2019/8/7	印度	将基准利率从 5.75%下调 35 个基点至 5.40%, 为今年第四次降息
2019/8/7	新西兰	将现金利率下调 50 个基点至 1%, 创下历史最低利率, 同时也是今年以来第二次降息
2019/8/1	香港	下调贴现基本利率 25 个基点至 2.5%, 此为金管局去年 12 月以来, 再次调整基本利率
2019/7/31	巴西	将基准利率从 6.50%下调 50 个基点至 6.00%
2019/7/31	阿联酋	将存款证明书的利率降低 25 个基点
2019/7/31	巴林	为期一周的存款工具的利率从 2.75%下调至 2.5%; 隔夜存款利率从 2.5%降至 2.25%; 一个月的存款利率从 3.1 降至 2.85%; 贷款利率从 4.5 降至 4.25%
2019/7/31	沙特	回购利率从 3.00%下调至 2.75%; 反向回购利率从 2.50%下调至 2.25%
2019/7/31	美国	将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 2%至 2.25%
2019/7/18	乌克兰	将主要利率下调至 17%
2019/7/18	印度尼西亚	降息 25 个基点至 5.75%, 为近两年来首次下调基准利率
2019/7/18	韩国	将基准利率从 1.75%下调至 1.50%, 为三年来首次降息
2019/7/18	南非	将央行将基准利率从 6.75%下调至 6.50%
2019/7/16	巴基斯坦	将关键利率从 12.25%上调至 13.25%
2019/7/2	澳大利亚	将 7 月现金利率下调 25 个基点至 1.00%

资料来源: 中信期货研究部根据公开信息整理

图6: 中国当前一条已经成型的利率走廊

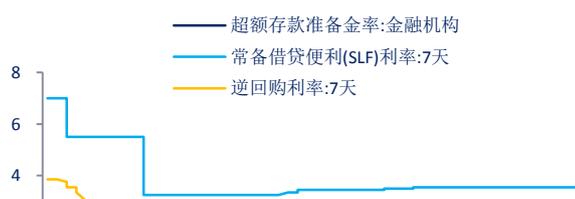
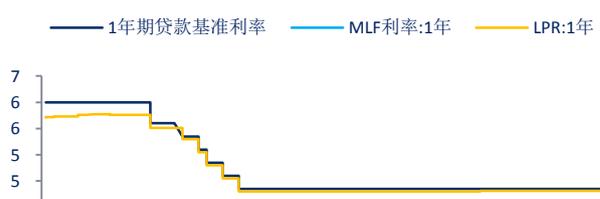


图7: 刚刚落地的LPR新报价机制旨在打造另一条利率走廊



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_10268](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10268)

