

降准之难

核心观点

近期市场出现降准预期，但我们认为央行当前降准难度较大。一方面在于当前我国货币乘数处于高位；其次，2020年在贸易顺差+稳定结汇率的情况下，央行外汇占款波动仍然较小，说明央行不愿投放较长流动性。针对1月春节前的低超储率及流动性缺口，央行多采用创新性工具解决，典型如2017年初使用的临时流动性便利(TLF)操作及2018年初使用的“临时准备金动用安排”(CRA)，这两项创新工具最大的特点也在于无需抵质押品，对应市场对抵质押品不足问题的讨论。另外，我们认为长期持续释放短端流动性可能带来债市杠杆率高企，因此央行短端流动性亦不可能长期放松，预计未来央行流动性调控将回归中性，时间点预计在春节后概率较大。

□ 降准预期从何而来？

近期市场降准预期主要有以下几个逻辑：①2020年11月信用债违约事件集中爆发后，央行持续维稳信用债发行，呵护资金面的意图清晰。②截至2020年12月末，MLF余额超5万亿，随着规模增加，机构可能面临MLF可质押券不足，央行降准置换部分MLF必要性提高。③历史上出现过央行降准置换MLF的情况（2018年4月、2018年10月和2019年1月）。

□ 货币乘数较高降准存在较大困难

当前我国货币乘数处于历史高位，2020年7月，我国货币乘数历史上首次破7，达到7.15，此后8至11月分别为7.17、6.86、7.11、6.91。货币乘数过高代表商业银行货币派生能力过强，而降准是导致货币乘数高的重要原因（超储率低也会推升货币乘数），因此我们认为，当前货币乘数处于高位的状态下，央行降准存在较大难度。我们在2020年8月18日的深度报告《货币乘数破7后的货币政策路径选择》中强调，货币乘数过高，在货币政策收紧初期，往往基础货币收紧会超预期，但基础货币收紧在银行流动性分层下较难持续，货币政策收紧第二阶段将是压降货币乘数。

□ 观察央行外汇占款波动小，说明不愿投放较长流动性

2020年二季度以来，我国贸易顺差持续扩大，叠加稳定的结汇率，意味着银行间外汇市场企业结汇规模大幅增加，美元供给增加，而2020年我国央行外汇占款仍然保持稳定，月环比变动维持在零附近，没有大的波动，意味着央行主动回收外币、投放人民币的意愿低，我们认为主要是央行从流动性调控的角度出发，不愿投放较长的流动性。从这个角度看，我们也认为当前降准概率较低。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

□ 历史上一月份超储率较低，央行多采用创新工具解决

受春节附近取现需求增加、年初缴税缴准力度较强的影响，1月往往是超储率的季节性低点，货币市场面临较大资金缺口，灵活采取不同的操作工具以弥补1月流动性缺口已成为央行例行操作。其中降准操作一般在货币政策宽松周期使用，如2015年2月、2019年1月与2020年1月，除此之外，央行多采用创新性工具解决流动性缺口，典型如2017年初使用的临时流动性便利（TLF）操作及2018年初使用的“临时准备金动用安排”（CRA），实际上，TLF和CRA的使用恰恰说明央行降准意愿较低。

□ 短端流动性亦不可能长期放松

11月以来央行增加短端流动性投放主要目的是应对信用违约事件带来的信用债发行问题。但是，长期持续释放短端流动性会导致机构加杠杆意愿增强，使得债市杠杆率高企，与稳杠杆的金融稳定目标背离，因此短端流动性亦不可能长期放松。我们预计未来央行流动性调控回归中性（即DR007围绕2.2%波动）的时间点有两种可能：一是央行认为信用债发行问题逐渐解决；二是央行认识到信用债问题不可能通过释放流动性解决，改用其他手段。时间点上，我们认为春节后边际转向的概率较大。

风险提示：急剧信用收缩风险出现，扰动货币政策调控节奏

正文目录

1. 降准预期从何而来?	4
2. 货币乘数较高降准存在较大困难	5
3. 观察央行外汇占款波动小, 说明不愿投放较长流动性	6
4. 历史上一月份超储率较低, 央行多采用创新工具解决	7
5. 短端流动性亦不可能长期放松	9

图表目录

图 1: 近期 DR007 处于低位, 央行维稳资金面	4
图 2: MLF 余额攀升高位	4
图 3: 2016 年以来央行降准梳理 (全面+定向)	4
图 4: 当前我国货币乘数处于历史高位	6
图 5: 2020 年 6 月-10 月的超储率均低于 2019 年同期水平	6
图 6: 贸易顺差持续	7
图 7: 货物和服务贸易差额大幅上行	7
图 8: 实体部门结汇率保持稳定	7
图 9: 央行外汇占款环比波动较小	7
图 10: 1 月为超储率的季节性低点	8
图 11: 主要年份春节前央行维稳流动性措施	9
图 12: 11 月初信用违约问题爆发后, 企业债净融资额受到了明显的冲击	10
图 13: 债市杠杆率对流动性较为敏感	10

1. 降准预期从何而来？

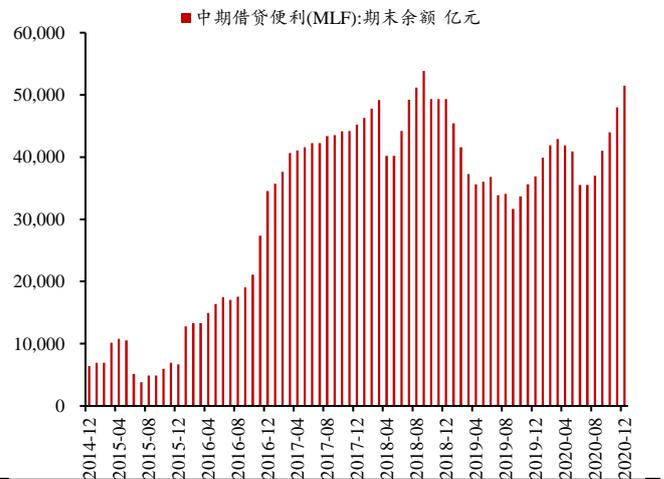
近期市场出现降准预期，主要有以下几个逻辑：1、2020年11月信用债违约事件集中爆发后，央行持续维稳信用债发行，11月30日起超预期开展2000亿MLF操作，12月中旬超量续作到期MLF，体现出央行呵护资金面的意图。2、截至2020年12月末，MLF余额超5万亿，随着规模增加，机构可能面临MLF可质押券不足，央行降准置换部分MLF的必要性提高。3、历史上出现过央行降准置换MLF的情况，分别发生在2018年4月、2018年10月和2019年1月，央行若近期降准置换MLF也有史可循。

图 1：近期 DR007 处于低位，央行维稳资金面



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 2：MLF 余额攀升高位



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 3：2016 年以来央行降准梳理（全面+定向）

宣布日期	操作	央行表述
2016/2/29	全面降准	中国人民银行决定，自 2016 年 3 月 1 日起，普遍下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，以保持金融体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长，为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境
2017/9/30	普惠金融定向降准	根据国务院部署，为支持金融机构发展普惠金融业务，聚焦单户授信 500 万元以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款，以及农户生产经营、创业担保、建档立卡贫困人口、助学等贷款，人民银行决定统一对上述贷款增量或余额占全部贷款增量或余额达到一定比例的商业银行实施定向降准政策。凡前一年上述贷款余额或增量占比达到 1.5% 的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调 0.5 个百分点；前一年上述贷款余额或增量占比达到 10% 的商业银行，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调 1 个百分点。上述措施将从 2018 年起实施。
2018/4/17	降准置换 MLF	中国人民银行决定，从 2018 年 4 月 25 日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点；同日，上述银行将各自按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利（MLF）。
2018/6/24	定向降准	中国人民银行决定，从 2018 年 7 月 5 日起，下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点。鼓励 5 家国有大型商业银行和 12 家股份制商业银行运用定向降准和从市场上募集的资金，按照市场化定价原则实施“债转股”项目。

2018/10/7	降准置换 MLF	中国人民银行决定,从2018年10月15日起,下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点,当日到期的中期借贷便利(MLF)不再续做。
2019/1/4	降准置换 MLF	中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点,其中,2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。同时,2019年一季度到期的中期借贷便利(MLF)不再续做。这样安排能够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。
2019/5/6	定向降准	中国人民银行决定从2019年5月15日开始,对聚焦当地、服务县域的中小银行,实行较低的优惠存款准备金率。对仅在本县行政区域内经营,或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于100亿元的农村商业银行,执行与农村信用社相同档次的存款准备金率,该档次目前为8%。约有1000家县域农商行可以享受该项优惠政策,释放长期资金约2800亿元,全部用于发放民营和小微企业贷款。
2019/9/6	全面+定向	中国人民银行9月6日宣布,为支持实体经济发展,降低社会融资实际成本,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;同时,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。
2020/1/1	定向	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)。
2020/3/13	定向降准	中国人民银行决定于2020年3月16日实施普惠金融定向降准,对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。除此之外,对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点,支持发放普惠金融领域贷款。以上定向降准共释放长期资金5500亿元。
2020/4/3	定向	中国人民银行决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和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4月15日和5月15日分两次实施到位,每次下调0.5个百分点,共释放长期资金约4000亿元。中国人民银行决定自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

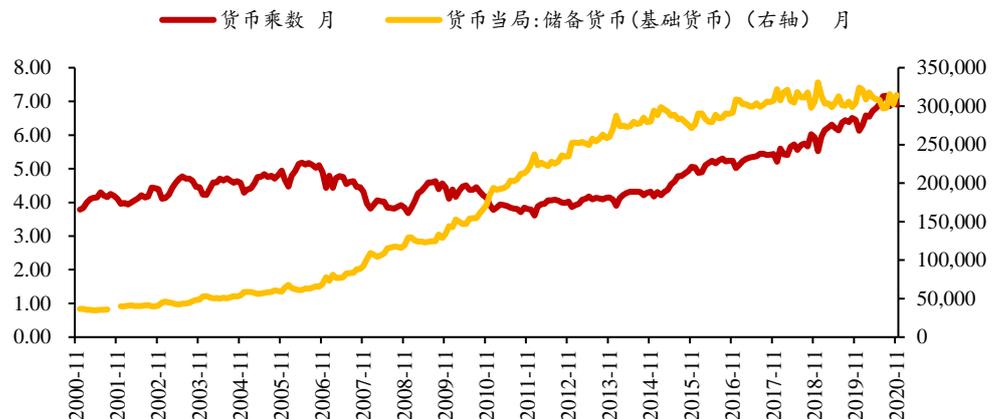
2. 货币乘数较高降准存在较大困难

当前我国货币乘数处于历史高位。2020年7月,我国货币乘数历史上首次破7,达到7.15,此后8至11月分别为7.17、6.86、7.11、6.91,目前仍在高位震荡。

根据货币乘数的计算公式,货币乘数=货币供应量/基础货币=(1+现金漏损率)/(法定准备金率+超额准备金率+现金漏损率)。货币乘数是货币供给与基础货币的比率,与准备金率成反比,准备金率越高,则银行存款被锁定在央行的比重就越高,用于信贷投放的份额则越小,存款派生倍数则越小。降准是导致货币乘数高的重要原因,除此之外,在央行短端流动性调控边际趋紧的情况下,2020年6-10月超储率均低于2019年同期水平,也对货币乘数有推升作用。货币乘数过高代表商业银行货币派生能力过强,因此我们认为,货币乘数处于高位的状态下,央行降准存在较大难度。

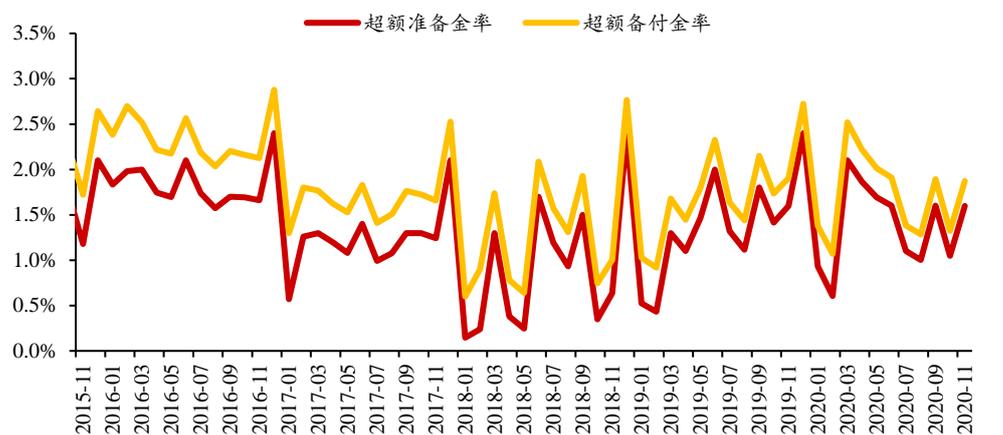
我们在2020年8月18日的深度报告《货币乘数破7后的货币政策路径选择》中提出,货币乘数过高,在货币政策收紧初期,往往基础货币收紧会超预期,但基础货币收紧在银行流动性分层下较难持续,货币政策收紧第二阶段将是压降货币乘数。

图 4：当前我国货币乘数处于历史高位



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 5：2020 年 6 月-10 月的超储率均低于 2019 年同期水平

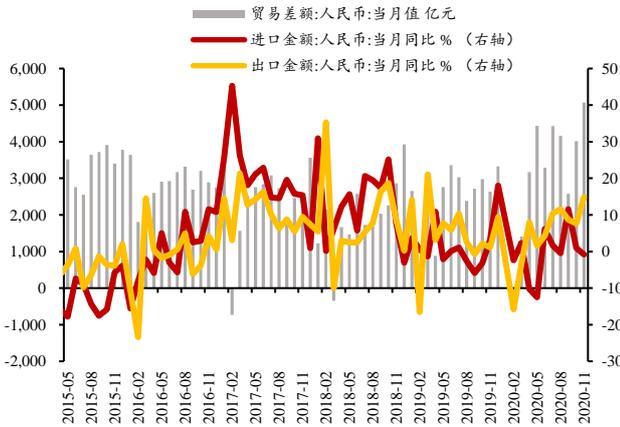


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

3. 观察央行外汇占款波动小，说明不愿投放较长流动性

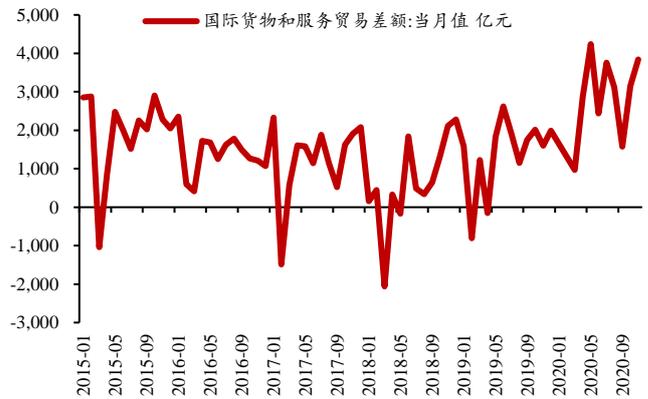
2020 年二季度以来，我国贸易顺差持续扩大，二、三季度货物和服务贸易差额分别达到 9547 和 8450 亿元的历史高位。同时，衡量实体部门结汇意愿的结汇率较为稳定，外管局数据显示，前三季度实体部门结汇率为 65%，与一、二季度基本持平。贸易顺差叠加稳定的结汇率，意味着银行间外汇市场企业结汇规模大幅增加，美元供给增加，而我们观察到，2020 年我国央行外汇占款仍然保持稳定，月环比变动维持在零附近，没有大的波动，意味着央行主动回收外币、投放人民币的意愿低，我们认为主要是央行从流动性调控的角度出发，不愿投放较长的流动性。从这个角度看，我们也认为当前降准概率较低。

图 6：贸易顺差持续



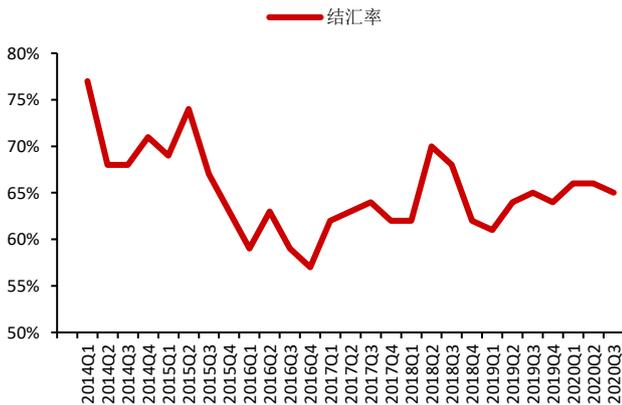
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 7：货物和服务贸易差额大幅上行



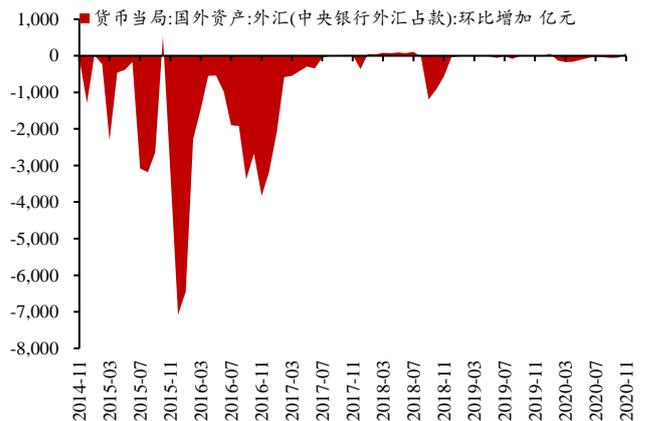
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 8：实体部门结汇率保持稳定



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 9：央行外汇占款环比波动较小



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

4. 历史上一月份超储率较低，央行多采用创新工具解决

受春节附近取现需求增加、年初缴税缴准力度较强的影响，1 月往往是超储率的季节性低点，货币市场面临资金缺口，我们测算结果显示，2017 年至 2020 年的 1 月超储率分别为 0.57%、0.15%、0.52% 和 0.93%，均处于全年的低位水平。

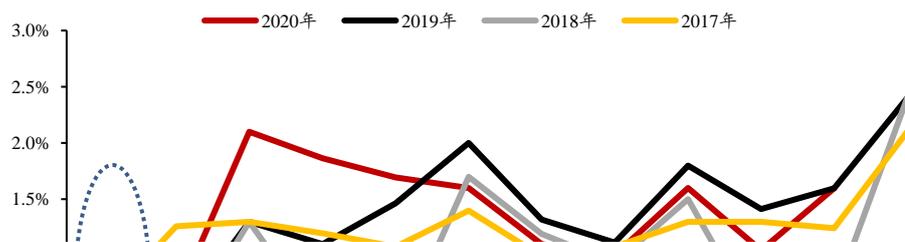
灵活采取不同的操作工具以弥补 1 月流动性缺口已成为央行例行操作，央行可使用的工具包括降准、公开市场操作、MLF、SLO、PSL、国库现金定存等等，其中降准操作一般在货币政策宽松周期使用，如 2015 年 2 月、2019 年 1 月与 2020 年 1 月，除此之外，近年来央行多采用创新性工具解决这个问题，典型如 2017 年初使用的临时流动性便利（TLF）操作及 2018 年初使用的“临时准备金动用安排”（CRA），实际上 TLF 和 CRA 的使用恰恰说明央行降准意愿较低。

2017年1月，为保障春节前由现金投放形成的集中性需求，促进银行体系流动性和货币市场平稳运行，央行通过 TLF 操作为现金投放量较大的几家大型商业银行提供了临时流动性支持，通过市场化机制更有效地满足了临时性流动性需求。我们认为，央行创设 TLF，通过设置操作期限及与公开市场操作相近的资金成本，成为介于降低准备金率与公开市场逆回购的中间工具，本质上是一种货币的暂时投放。央行 2017 年初并未降准的主要原因是出于对国际收支的考量，2016 年央行二季度货币政策执行报告强调，连续降准会刺激汇率贬值，频繁降准会大量投放流动性，促使市场利率下行，同时信号意义也较强，容易强化本币贬值预期，进一步导致外汇储备下降。因此 2017 年初央行通过创设 TLF 代替降准解决流动性缺口。

2017 年 12 月 29 日，央行发布公告，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”（CRA）。在现金投放中占比较高的全国性商业银行在春节期间存在临时流动性缺口时，可临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金，使用期限为 30 天。我们认为，CRA 与 TLF 同为创新性工具，虽然银行面临的资金成本不同（CRA 操作中，银行不需承担资金成本，仅会损失少量法定准备金利息收入），但两项工具目的一致，均是为了化解春节前的资金面压力。CRA 的使用更加说明央行不愿降准，央行在 2017 年二季度货币政策执行报告中关于要适应超储率处在低位的新常态的表述表明了央行不希望全面降准和全面宽松，主要背景是当时美联储连续加息预期的外部压力及国内 CPI 中枢抬升预期的内部压力。

TLF 与 CRA 操作一个共同的特点、也是与公开市场逆回购和 MLF 的另一主要差别在于，在央行提供流动性支持的情况下，无需银行提供抵质押品。这也对应市场当前对抵质押品不足问题的讨论。

图 10：1 月为超储率的季节性低点



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_351

