陈骁；魏伟；张亚婕；郭子睿；单泉

央行降准点评

降准如期而至，货币逐渐宽松

■ **核心摘要**

1）本次降准释放长期资金约 8000 多亿元，降低银行资金成本每年约 150 亿，是对国务院总理李克强在成都考察时讲话的进一步落实。我们预计，2020 年仍将还有 1-2 次降准，央行将会继续伺机下调 OMO 操作利率、MLF 利率与 LPR 报价利率，下调幅度可能达到 15-30 个 BP。考虑到 2020 年第一季度后，CPI 增速有望高位回落，货币政策宽松的力度和幅度将会逐渐打开。

2）对冲 1 月份的流动性缺口。受到春节取现、2020 年地方政府专项债发行在即、1 月份缴税高峰以及公开市场到期量较大，预计 1 月份的流动性缺口有望高达 3 万亿左右，即使降准释放 8000 多亿仍将难以完全对冲，后续需要关注专项债提前发行的节奏以及央行可能会通过加大 OMO 操作、MLF 到期加量续作来进一步投放流动性，确保春节前后流动性保持相对平稳。

3）推动 LPR 报价下行，降低社会融资成本。此次降准降低银行资金成本每年约 150 亿元，有利于推动 LPR 报价利率下行。“降准+存量贷款定价换锚”的政策组合有助于显著降低社会融资成本。

4）对股市而言，本次降准基本符合 A 股市场预期，有助于提振市场信心。我们仍然维持对 A 股市场偏乐观的判断，市场积极预期演绎或继续深化，短期情绪躁动或加大，建议关注向上弹性大的低估值板块，例如周期、房地产、化工、有色金属、券商、消费电子以及新能源汽车产业链板块等。

5）对债市而言，降准符合市场预期，但力度略显偏弱。目前短端利率处于历史较低水平，后续需要密切关注央行进一步通过 OMO 或者 MLF 对冲资金缺口的可能性。我们认为流动性大概率维持平稳，如果货币政策超预期收紧，考虑到当前短端估值偏贵，会有调整压力。对于长端来说，考虑到市场对经济改善预期较为充分，且期限利差处于较高水平，有较为充足安全垫，预计将延续震荡走势。

6）对汇市而言，降准不会导致人民币转向贬值。当前，中美贸易谈判取得阶段性缓和，并有望在 1 月份签署第一阶段协议，外围环境的改善有利于人民币升值。而且，短期美元指数受全球不确定高位回落的影响，存在下行压力，这也对人民币兑美元汇率形成支撑。

7）对房市而言，降准对房地产价格的影响有限。2020 年中国政府仍将致力于稳增长、调结构与控风险之间的微妙平衡，在逆周期调控政策逐渐加码的同时，稳杠杆防风险并未出现放松。近日央行推动存量贷款定价换锚，对房贷利率额外管控，也体现了在房住不炒的环境下，货币政策的宽松更多的是结构性的宽松，更加倾向实体经济。

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），降准释放长期资金约 8000 多亿元，降低银行资金成本每年约 150 亿。本次降准是对国务院总理李克强在成都考察时讲话的进一步落实。我们认为本次央行降准传递出如下几个信号：

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

1）**短期经济虽有所修复，但 2020 年经济依然存在下行压力，货币政策将会逐渐宽松**。2019 年四季度较三季度经济有所修复，但展望 2020 年，中国经济依然存在下行压力，经济增速仍将继续探底，这要求货币政策延续温和宽松的基调。从 2019 年四季度央行货币政策委员会例会来看，现在央行对经济定调是“下行压力仍然较大”，这意味未来一段时间货币政策仍将比较友好。2020 年货币政策仍将降准、公开市场操作与降息三者有机结合起来。我们预计，**2020 年仍将还有 1-2 次降准，央行将会继续伺机下调 OMO 操作利率、MLF 利率与 LPR 报价利率，下调幅度可能达到 15-30 个 BP。考虑到 2020 年第一季度后，CPI 增速有望高位回落，货币政策宽松的力度和幅度将会逐渐打开。**

2）**对冲 1 月份的流动性缺口**。受到如下因素的影响，2020 年 1 月份流动性缺口较大：其一，从季节性来看，2020 年春节提前，1 月份取现需求较大；其二，2020 年地方政府专项债发行在即，需要货币政策提供充足的流动性进行对冲；其三，1 月份是传统的缴税高峰期；其四，1 月份公开市场到期量较大，包括逆回购到期和 TMLF 到期。根据我们的测算，1 月份的流动性缺口有望高达 3 万亿左右，即使降准释放 8000 多亿仍将难以完全对冲，后续还需要关注专项债提前发行的节奏以及央行可能会通过加大 OMO 操作、MLF 到期加量续作来进一步投放流动性，确保春节前后流动性保持相对平稳。

3）**推动 LPR 报价下行，降低社会融资成本**。自 2019 年 8 月 17 日 LPR 报价改革以来，LPR 利率一共经历三次下调，但其中两次是受益于央行的降准和 MLF 利率的下调，商业银行在负债成本相对刚性的前提下，主动压缩加点幅度的意愿并不强。近日，央行全面推动存量浮动利率贷款定价基准转向 LPR 报价，这会进一步对银行的息差形成压力。通过全面降准释放长期流动性，有助于缓解商业银行负债端成本压力，此次降准降低银行资金成本每年约 150 亿元，有利于推动 LPR 报价利率下行。“降准+存量贷款定价换锚”的政策组合有助于显著降低社会融资成本，这也是对中央经济工作会议要求降低全社会融资成本的具体落实。同时，此次降准增加了金融机构的资金来源，有助于大银行下沉服务重心，中小银行要更加聚焦主责主业，加强对中小微、民营企业的支持力度。

4）**对股市而言，本次降准基本符合 A 股市场预期，有助于提振市场信心**。当前 A 股市场风险偏好自年末以来受国内经济、流动性及政策预期改善持续抬升，融资余额已突破万亿关口，且主要市场大盘估值仍处于历史分位 50%-60%的均值区间内。**我们仍然维持对 A 股市场偏乐观的判断，市场积极预期演绎或继续深化，短期情绪躁动或加大，建议关注向上弹性大的低估值板块，例如周期、房地产、化工、有色金属、券商、消费电子以及新能源汽车产业链板块等**。

5）**对债市而言，降准符合市场预期，但力度略显偏弱**。自 12 月 23 日总理称“会研究使用降准和定向降准手段”的消息出来后，10 年国债到期收益率已经有所下行，降准的利好已经提前释放。目前短端利率处于历史较低水平，后续需要密切关注央行进一步通过 OMO 或者 MLF 对冲资金缺口的可能性。我们认为流动性大概率维持平稳，如果货币政策超预期收紧，考虑到当前短端估值偏贵，会有调整压力。对于长端来说，考虑到市场对经济改善预期较为充分，且期限利差处于较高水平，有较为充足安全垫，预计将延续震荡走势。

6）**对汇市而言，降准不会导致人民币转向贬值**。自 2018 年中美贸易摩擦开始以来，人民币兑美元汇率的走势主要受到中美贸易摩擦谈判进程的主导。当前，中美贸易谈判取得阶段性缓和，并有望在 1 月份签署第一阶段协议，人民币兑美元汇率难以贬值。此外，受全球不确定高位回落的影响，短期美元指数存在下行压力，这也会对人民币汇率形成支撑。

7）**对房市而言，降准对房地产价格的影响有限**。2020 年中国政府仍将致力于稳增长、调结构与控风险之间的微妙平衡，在逆周期调控政策逐渐加码的同时，稳杠杆防风险并未出现放松。近日央行在推动存量浮动利率贷款定价向 LPR 转化时，仍要求存量商业性个人住房贷款在转换时点的利率水平保持不变，这意味着即便 2020 年 5 年期以上 LPR 利率下降，2020 年存量住房贷款利率依然不变，最早要到 2021 年才会体现出来。央行对房贷利率额外管控，也体现了在房住不炒的环境下，货币政策的宽松更多的是结构性的宽松，更加倾向实体经济。

风险提示：1）宏观经济下行超预期，企业盈利面临失速下行的调整压力加大；2）稳增长政策推进不及预期；3）中美贸易谈判落地进程不及预期；4）金融监管政策收紧超预期，流动性受冲击；5）海外环境不确定性超预期。

报告作者：

证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）
证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）
证券分析师：张亚婕 投资咨询资格编号：S1060517110001 电话（021-20661934）邮箱（ZHANGYAJIE976@PINGAN.COM.CN）
研究助理：郭子睿 一般从业资格编号：S1060118070054 电话（010-56800141）邮箱（GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN）
研究助理：单泉 一般从业资格编号：S1060118110054 电话（021-20681962）邮箱（SHANQUAN051@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、

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_7938