

日期：2020 年 1 月 2 日



分析师：胡月晓
TEL: 021-53686171
huyuxiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

降准就是降息

——央行降准政策点评

■ 主要观点：

降融资成本收效不显著

2019 年的融资成本是比 2018 年有略微下降，但下降不显著。2019 年虽然没有对传统存贷款基准利率进行调整，但对准备金市场上的各种投放工具利率进行了调整，对基准货币投放利率的调整，是更为标准的降息行为。从现实情况看，现有 MLF、回购等利率的调整，因规模较小，及指标意义不明显等因素，对货币体系利率水准影响较为有限。而货币市场利率水准的平稳，也就决定了整体利率市场体系的稳定性，使得资金领域的“降成本”收效不明显。

降准不改货币中性政策基调

此次央行的降准行为，自然也 and 之前的系列降准行为性质一样，非为“放水”，而是对冲央行基础货币投放能力不足带来的自然紧缩，且这种对冲行为具有滞后性，因而降准对流动性环境仅有短期(1 月内)影响，中期(3-6 月)则仍维持稳中偏紧局面。实际上，中国货币当局对 RRR 的调整，自周小川时代起，就是“对冲”性质的，只不过之前是对冲基础货币的被动扩张(因外汇占款的被动增长，故有准备金为“池子”一说)，而当前是对冲广义货币平稳增长对基础货币增长的拉动，属于“池水”释放。从操作程序上看，是货币增长维持现有水准压力导致了降准的出台，因而降准是“对冲性”的，因而也不改变货币政策中性稳健的性质，更不表示货币政策转向宽松和大水漫灌，甚至谈不上“放水”！

降准就是降息，助力资本市场提升

以央行创设工具方式实现基础货币增长，难以实现在维持持续正增长的同时，不推高基础货币利率水准——基础货币投放结构中零成本外汇占款成本比重的下降、有成本的央行创设工具比重上升，使得整体基准利率上升。但是，2014 年以来的这一演化趋势在 2019 年发生了意外：有成本的基础货币投放渠道在全部基础货币中的比重，2019 年是缩小的。降准将通过货币投放结构的影响，降低基础货币整体利率水平，进而对货币市场利率下行产生，并通过系列利率传导机制，带来整体市场利率体系的下降。降准后带来了货币利率下行潜在趋势，将提升现资产估值水准。

降准继续，降息酝酿

降准、降息仍是未来 6-12 月内政策选项。在基础货币增速持续为负状态下，要保持广义货币增速相对平稳，就只要继续提高货币乘数；此外，降低储备货币获得成本，保持货币市场的稳定，也要求中国进一步下调 RRR。短期的通胀压力延缓了降息的出台。“降息”尽管暂时条件不具备，但年内出台仍是大概率事件。在政策操作环境上，发达经济体平常化的负利率状态，造成了低利率的国际金融环境，亦使得中国基准利率下行的空间得以打开。

事件：中国央行决定下调金融机构存款准备金率

2020 年 1 月 1 日，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）。

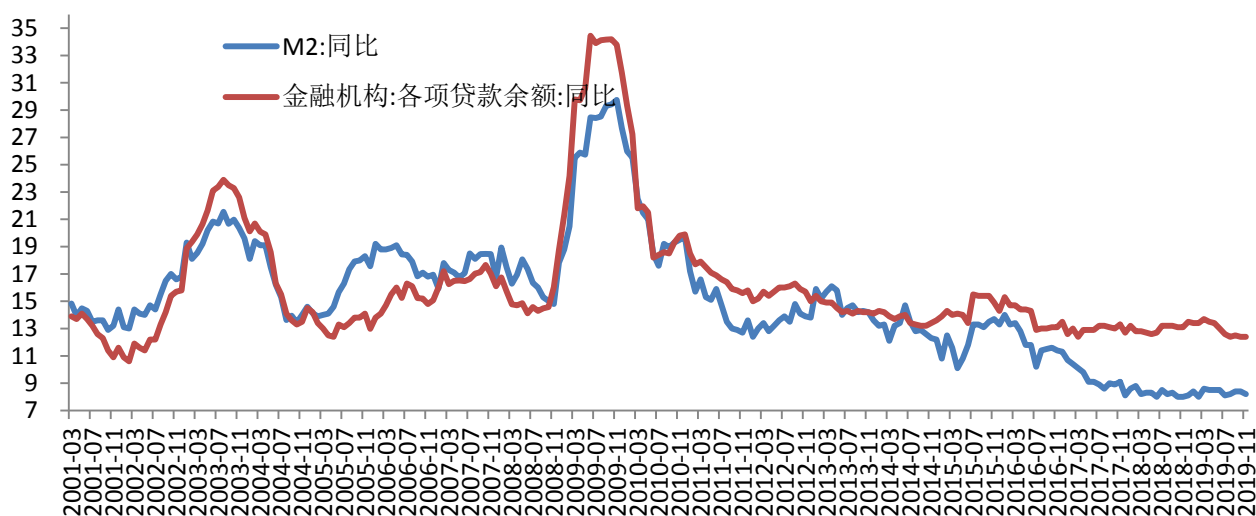
央行在新闻稿中同时表示，中国人民银行将继续实施稳健的货币政策，保持灵活适度，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，激发市场主体活力，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

事件解析：政策背景和特征意义

1. 货币增长平稳中后续乏力

2019 年截止 11 月，中国广义货币（M2）增长维持在 8.0 和 8.6 之间，平均为 8.4；信贷同比增长则受基数影响略有下降，整体而言，货币和信贷增长维持了平稳的态势。金融该机构放贷意愿充足（表明金融体系经营能力正常），在监管规范指引和政策引导下能约束信贷投放节奏和投向，使货币政策开创性地兼具了结构调整功能，并维持了整体的平稳。但从趋势上看，受风险防控、资本金约束、准备金限制等多项因素的综合影响，金融机构的后续正常增长能力也受到诸多限制，并集中表现在新增信贷和社融增长的偏缓慢（与往年相比）。2018 年 1-11 月，新增信贷规模为 15.1 万亿，新增社融规模为 17.8 万亿；2019 年 1-11 月，新增信贷规模为 15.6 万亿，新增社融规模为 21.2 万亿。笔者一直认为，中国货币环境的要担心的问题，不是过于宽松，而是增长能力不足！2019 年，中国货币和信贷增长的平稳局面，实际上是勉强维持，如无对应措施持续“加力”，货币和信贷增长要维持目前水平是很难的。

图 1 中国信贷增长和货币增速维持平稳（同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

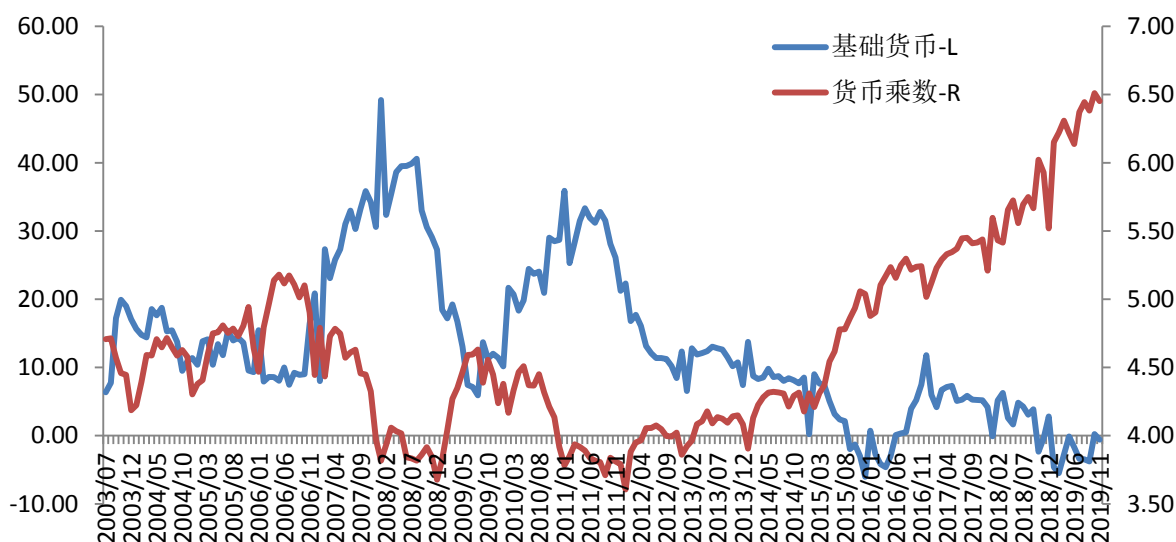
2019 年 1 月 2 日

2019 年经过 3 次降准（按变动日期），大型金融机构存款准备金率（RRR）由 14.5 降到 13.0，中小型机构的 RRR 由 12.5 降到了 11.0，按 2019 年 11 月底存款性公司纳入广义货币体系的存款总额 188.7 万亿计算，合计向商业银行体系释放资金 2.83 万亿。

2018 年底超储率为 2.4，按存款性公司的存款总额 175.4 万亿计算，有超额准备 4.21 万亿，同期准备货币总额 33.1 万亿，因此，2019 年要实现广义货币(M2)8.0 的增长，通常情况下至少要有 $(33.1-4.21) \times 8\% = 2.31$ 万亿的新增储备投放。然而实际情况是，截止 2019 年 11 月，中国货币当局当年减少了基础货币 2.7 万亿。基础货币减少的同时，还能维持广义货币增产的平稳，说明货币乘数在提高，说明金融机构经营越来越依赖货币市场和资本市场。

2018 年以来，中国储备货币不是增长不足，而是绝对收缩。笔者一直认为，中国货币当局面临的真实困难，不是货币增长无法下降，而是无力提高，即维持平稳增长的“托底”力量不足，这是中国货币投放机制自 2014 年以来逐渐演变造成的结果。

图 2 中国流通货币增长平稳一直依靠货币乘数提高（同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

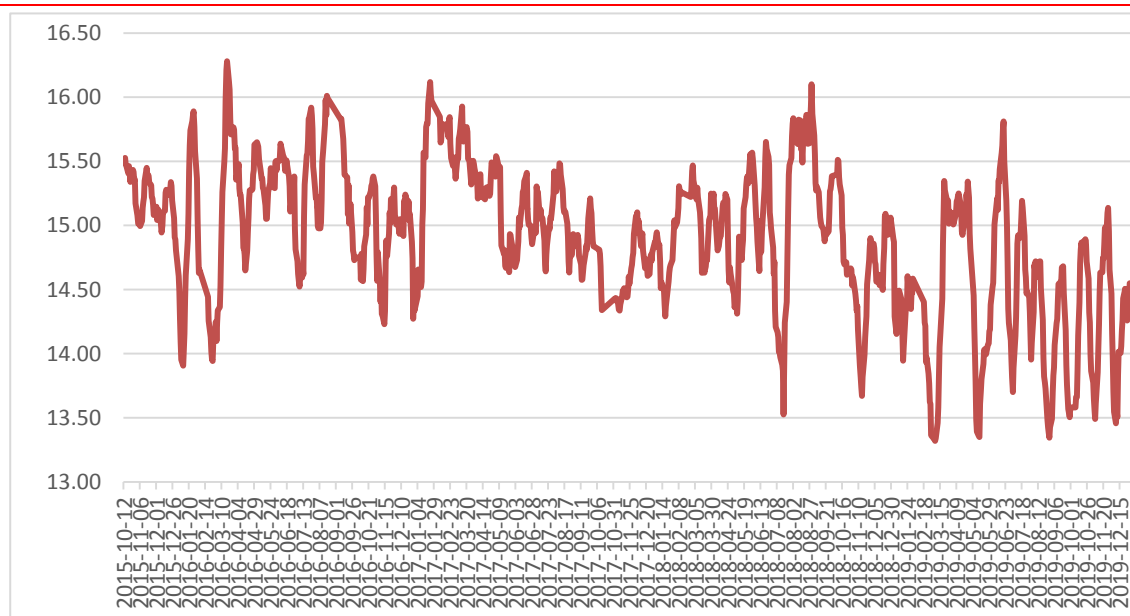
经济底部徘徊和金融市场整顿时期，由于金融扩张放缓，货币乘数难以持续扩张。信贷增长持续超过货币增长，且两者持续呈现高差距状态，说明货币乘数实质进入收缩——经济活跃时期，同样的信用创造会带来更多地货币。

2. 降融资成本收效不显著

2019 年，中国供给侧改革的重心转向“降成本”。在货币和金融领域，“降成本”就是要通过各种方式降低融资成本。前期作为利率市场化

改革措施的利率并轨，在实践中也被赋予了降低融资成本的期望，然而从后续的实践行为看，利率并轨对降成本的作用短期还较难体现。在金融市场各市场间分割还不同程度存在，货币市场整体资金成本保持偏紧态势下，实体经济中借贷市场利率还难下降。

图3 市场借贷利率水准保持平稳态势（温州地区民间融资综合利率:6个月，移动平均/n=10）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

整体而言，2019 年的融资成本是比 2018 年有略微下降，但下降不显著。2019 年虽然没有对传统存贷款基准利率进行调整，但对准备金市场上的各种投放工具利率进行了调整，如 2019 年 11 月份对 MLF1 年期利率的下调。对基准货币投放利率的调整，是更为标准的降息行为。但是，由于中国基础货币投放机制仍在发展变化当中，单一工具利率调整对整体货币市场利率水准的影响较为复杂。从现实情况看，现有 MLF、回购等利率的调整，因规模较小，及指标意义不明显等因素，对货币体系利率水准影响较为有限。而货币市场利率水准的平稳，也就决定了整体利率市场体系的稳定性，使得资金领域的“降成本”收效不明显。

3.降准不改货币中性政策基调

此次央行的降准行为，自然也和之前的系列降准行为性质一样，非为“放水”，而是对冲央行基础货币投放能力不足带来的自然紧缩，且这种对冲行为具有滞后性，因而降准对流动性环境仅有短期(1 月内)影响，中期(3-6 月)则仍维持稳中偏紧局面。实际上，中国货币当局对 RRR 的调整，自周小川时代起，就是“对冲”性质的，只不过之前是对冲基础货币的被动扩张（因外汇占款的被动增长，故有准备金为“池子”一说），而当前是对冲广义货币平稳增长对基础货币增长的拉动，属于“池水”释放。

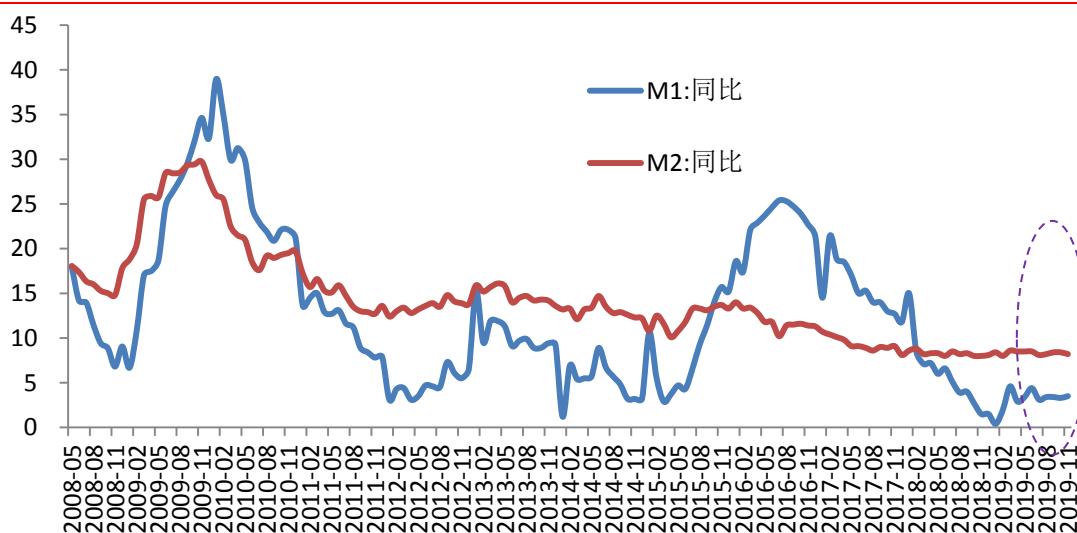
中国人民银行在宣布“降准”的同时，以答问的形式中明示了此次降准的时机选择问题：与春节前的现金投放形成对冲。对降准后流动性环境的判断是——银行体系流动性总量仍将保持基本稳定；对降准的定性——并非大水漫灌，体现了科学稳健把握货币政策逆周期调节力度，对未来货币政策前景——保持灵活适度，稳健货币政策取向没有改变。

可见，央行并没有改变货币政策中性稳健的基调。货币政策的基调取决于整体经济环境，在当前经济增长仍处“底部”，但发展阶段任务转向经济转型和产业升级，同时宏观调控又要守住风险底线的情况下，保持货币环境中性偏紧是最适合的政策选择，即使在调控节奏上需要注重相机抉择和逆周期调整，货币中性的基调不会改变。

在货币政策维持中性基调的情况下，“宽信用”更是货币结构性政策应追求重心，这也是经济压力较大情况下“保增长”政策体系不可更缺的成分。处在多种目标体系之间的货币增长合适区间，只能是很薄的狭窄区——“刀刃式”货币增长。这对中国货币当局的调控技能和艺术，都提出了很高要求！

从操作程序上看，是货币增长维持现有水准压力导致了降准的出台，因而降准是“对冲性”的，因而也不改变货币政策中性稳健的性质，更不表示货币政策转向宽松和大水漫灌，甚至谈不上“放水”！

图4 中国货币增长的平稳局面



数据来源：Wind，上海证券研究所

央行降准行为再一次表明，2018年以来的货币政策操作特征——“收短放长”，是现阶段中国央行政策行为的潜在特征；2018-2019年如此，2020年这一政策操作特征仍将延续！

事件影响：对经济和市场

4. 资金投向仍需监管调控跟上

中国宏观调控部门多次在不同场合指出，当前经济运行面临较大压力，需要精准调控、精准施策。央行指出，此次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。

中国当前的货币环境是“存量过多，增量不足”。“存量过多”是指中国货币投放过多带来的货币过度深化；“增量不足”是指在中国杠杆率过高情况下，为维持杠杆带来的高融资性需求。中国货币的偏紧，并不是针对经济增长的经营性需求而言的，而是高杠杆下的财务性融资需求过高所致。从流动性创造的角度，降准并没有改变基础货币的投放格局，即基础货币并没有发生变化，但商业银行的可用储备货币增多，因而创造信用货币的能力扩大，即货币乘数会增高。货币乘数提高对金融机构提出了更高的资产质量管理要求，因为资本的放大效应更大了；另一方面，社会融资需求在很大程度上来自于维持杠杆的资金周转需要，即资金在金融市场上空转的客观需求也是确实存在的。由于降准是对冲性的，且具有滞后性，未来货币增长仍将保持平稳，但降准带来的货币环境改善，通过监管规范和政策引导，加强各类资金市场间的联通性和联动性，宽信用的货币政策效果将逐步得到体现，从而最终营造出支持实体经济发展的货币金融环境。

5. 降准就是降息，助力资本市场提升

2019 年宏观形势的变化，使得中国的货币政策操作再度发生变化，由实质中性转向“稳中偏松”，货币增速比 2018 年底略有抬升，基础货币利率也因势有小幅下降。中国的利率曲线形态变动亦再度发生变化，呈现出了区间窄幅震荡波动的态势，利率曲线高度基本稳定。

图 5 2019 年中国利率曲线平衡区间震荡

中债国债收益率曲线(曲线编号:1231) 数据来源:中国债券信息网

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_8013

