

宏观经济
降准是“灵活适度”政策的开启

2020年01月02日

—— 宏观经济与政策研究系列 2

分析师：冯乐宁

执业证书号：S1030511010001

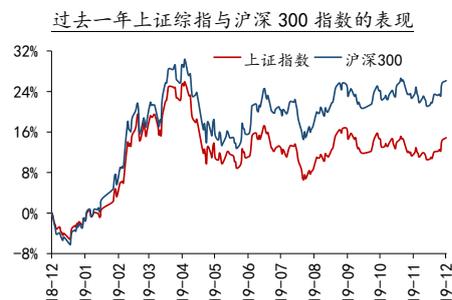
电话：0755-83199599

邮箱：fengln@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告：

宏观报告：从价格视角关注企业利润及政策导向-20191217


经济预测（一致预期）

单位%	19E	20E
GDP	6.1	5.9
CPI	3.0	3.4
PPI	-0.5	0.1
工业增加值	5.5	5.0
固定资产投资增速	5.1	5.3
出口增速	-0.5	0.5
进口增速	-5.1	-2.0
社消增速	8.1	8.2
M2 增速	8.5	8.5
人民币汇率	7.00	6.90

数据来源：Wind 资讯

请务必阅读文后重要声明及免责条款
核心观点：

- 1) **降准释放“灵活适度”的政策信号。**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。本次降准符合我们的预期，也将积极支持实体经济发展，降低社会融资实际成本。此次降准是全面降准，体现出中央在稳增长的主线下，继续采取逆周期调节，释放长期资金约8000多亿元，充分体现出央行在稳健货币政策的基调下，对实体经济资金需求“灵活适度”的操作。
- 2) **本次降准的驱动因素分析。**(1) 有效降低银行负债端成本，提高对小微民企的支持；(2) 有效舒缓银行体系春节季节性提现的资金压力 (3) 有效支持信贷投放高峰和缴税大月的流动性要求；(4) 有利于大量新增专项债的顺利发行；(5) 跨年对回购融资的需求加大。我们预计央行后期仍会采用“降准+创新货币工具”组合使用的方式，向银行体系补充中长期流动性，预计在1月实施降准后，将进一步驱动1月20日LPR报价的下调。
- 3) **逆周期将更加偏向货币政策端的发力。**今年财政政策虽然会继续保持积极，但减税降费的效应将边际减弱。预计今年全国预算赤字率将进一步调升至3.0%，实际赤字率在4.0%左右。中央对于进一步减税政策的细节措施方面，开始聚焦解决政策实施中少数行业减负不明显、减税降费红利传导不畅，以及如何优化等方面，而不是进一步扩大减税的规模。在此背景下，未来货币政策将是稳增长的主要发力侧。
- 4) **货币政策助力一季度经济的企稳。**今年稳增长的压力依旧较大，降准的实施有效对冲了流动性缺口。不过本次降准释放的8000亿流动性仍不足以全面对冲流动性的缺口，预计在货币政策“灵活适度”的思路下，央行在本次降准的基础上，未来将继续通过政策组合工具，包括：对银行负债端不正当竞争加强监管，全面+定向降准、MLF+PSL+其它创新型货币工具、补充中小银行资本金等。预计央行还将继续通过下调MLF利率来带动OMO、LPR利率的下行，并引导银行边际负债成本的下行，有利于扩信用和稳经济。
- 5) **风险提示：**逆周期调节不及预期、通胀周期超预期。

正文目录

一、降准释放“灵活适度”的政策信号.....	2
1.1、货币政策向灵活适度转变意味着货币工具的运用更为丰富.....	2
二、推动本次降准的驱动因素分析.....	3
2.1、有效降低银行负债端成本，提高对小微民企的支持.....	3
2.2、有效舒缓银行体系春节季节性提现的资金压力.....	4
2.3、有效支持信贷投放高峰和缴税大月的流动性要求.....	5
2.4、降准有利于新增专项债的顺利发行.....	5
三、降准后“灵活适度”货币政策的走向.....	6
3.1、LPR 改革将推动货币政策的传导效率.....	6
3.2、金融环境相对健康为货币政策灵活适度的展开建立了基础.....	7
3.3、“货币+财政”，逆周期将更加偏向货币政策调节.....	8
3.4、降准等货币组合工具将为一季度经济的回稳助力.....	9
四、风险提示.....	10

图表目录

Figure 1 2019 年我国推动各种创新货币工具组合的操作对流动性的稳定起到重要作用.....	2
Figure 2 过往三年（2017-2019）春节前央行流动性投放各种措施.....	4
Figure 3 过去 5 年以来每年 1 月的信贷投放规模屡创天量（亿元）.....	5
Figure 4 2019 年前三季度一般专项债情况表（亿元）.....	6
Figure 5 我国金融去杠杆的任务已基本达标（每月，%）.....	7
Figure 6 我国 M1 和 M2 的表现已基本平稳（每月，%）.....	7
Figure 7 信贷融资占比增长表外融资持续收缩（每月，%）.....	8
Figure 8 我国信贷规模及贷款余额增长的表现.....	8
Figure 9 社会融资规模的结构表现（亿元）.....	9
Figure 10 我国在 2012-2019E 减税降费规模的表现（亿元）.....	9

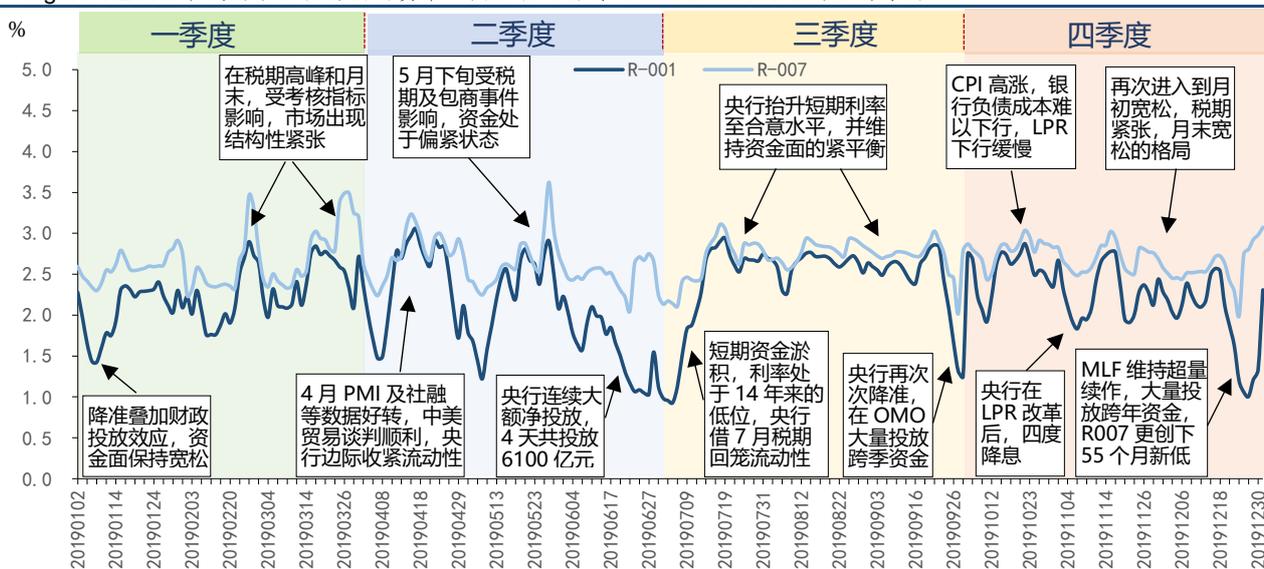
一、降准释放“灵活适度”的政策信号

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。本次降准符合我们的预期，也将积极支持实体经济发展，降低社会融资实际成本。此次降准是全面降准，体现出中央在稳增长的主线下，继续采取逆周期调节，释放长期资金约8000多亿元，充分体现出央行在稳健货币政策的基调下，保持了“灵活适度”的合理运用。

我们认为，本次降准，使市场流动性维持了合理充裕，虽然降准相对于降息而言，对银行的利率并没有直接性影响，不过一般在降准后，银行上缴央行的存款准备金的总体规模减少，可利用的资金规模增多，间接性降低了银行的资金成本，并增加了银行资本金的补充来源，效果上减轻了银行负债端的压力，增加了流动性。同时，本次降准将有利于维持货币信贷，以及社会融资规模的合理增长，有利于保障今年我国经济发展的韧性，为2020年我国经济向高效率、高质量的发展，及为民营企业等市场主体保持一定的活力，营造了适宜的货币金融环境。

1.1、货币政策向灵活适度转变意味着货币工具的运用更为丰富

Figure 1 2019年我国推动各种创新货币工具组合的操作对流动性的稳定起到重要作用



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

在2019年12月23日，国务院总理李克强在成都考察时说，国家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，降低实际利率和综合融资成本，推动小微企业融资难融资贵问题明显缓解。仅仅时隔一周的时

间，央行就宣布了今年的首次降准，不仅是对总理要求进行落实的体现，更凸显了1月对冲庞大流动性缺口的重要性，意味着央行向市场开始释放“灵活适度”的政策信号的启动，而后续的货币组合的操作也将逐步跟进。

我们观察过去一年（2019年）以来，央行延续了稳健货币政策的基调，继续推动金融去杠杆（至去年四季度已基本结束），表外融资规模收缩，保障了金融环境的稳定和安全，央行主要通过不同的货币工具来平抑市场利率的波动。在2019年，我国经历了2次降准（包括全面降准+定向降准），并采取了分步实施的方式，精确滴灌，结合了OMO、MLF、PSL等货币操作工具，调节市场资金面，对流动性的稳定起到了平滑的效果。

再看今年（2020年），中央的货币政策调整思路，已经从“松紧适度”过渡到“灵活适度”。可以预见，央行在货币政策方面将进一步强化逆周期的调节，预调微调力度也将有所加大，因而今年货币政策的操作思路较去年将更为“灵活”，以达到保持流动性的合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，并降低社会融资成本的目标。1月6日的降准仅为“灵活适度”操作的第一步，后期央行针对经济环境及市场资金面的表现，仍将展开不同组合的货币工具操作。当然货币政策的“适度”也将意味着，在今年货币微调工具更多、调整频率更高的情况下，央行会控制总体幅度不会太大，更不会走向大水漫灌的程度，毕竟稳健仍然是货币政策的主基调。

二、推动本次降准的驱动因素分析

2.1、有效降低银行负债端成本，提高对小微民企的支持

由于降准释放的是长期资金，对银行来说，通过本次降准后，大型银行存准率为12.5%，中型银行为10.5%，农信社、农合行、村镇银行和服务县域的农商行在内的小型银行为7.5%。此外，大中型银行达到普惠金融定向降准政策考核标准的，可享受0.5或1.5个百分点的存款准备金率优惠；而服务县域的银行达到新增存款一定比例用于当地贷款考核标准的，可享受1个百分点存款准备金率优惠。

商业银行存放在央行的法定存款准备金利率非常低，而商业银行无论从存款还是从金融市场批发融资，都需要支付一定的成本。而降准进一步减低了商业银行负债端的成本每年约150亿元。并且通过银行的传导，可降低社会整

体融资实际成本，特别是能够降低小微和民营企业的融资成本，此外降准的另一个直接作用在于增加了银行的可贷资金来源，有利于银行积极运用降准资金加大对小微和民营企业的支持力度，以缓解小微和民营企业融资难融资贵的压力。

2.2、有效舒缓银行体系春节季节性提现的资金压力

每年的春节前夕，市场都将面对奖金集中发放、集中采购年货、发红包、返乡送礼等乡俗活动，集中在一块的话，经常对银行系统形成较大的现金需求，而在节后现金又会出现集中回笼，这是每年都有的典型季节性因素。从过往三年的春节情况看，面临着与今年较为相似的背景，即经济放缓及短期资金面压力突出的类似情况，央行在春节期间，均用不同方式向市场注入一定的流动性，来舒缓资金面紧张的格局。

Figure 2 过往三年（2017-2019）春节前央行流动性投放各种措施

年份	央行在春节前的流动性投放措施
2017年春节前	央行通过“逆回购+MLF”组合工具，向流动性紧张的商业银行提供了临时流动性便利（TLF）操作，以补充流动性，措施和时长非常精准。
2018年春节前	央行通过“临时准备金动用安排”（CAR），即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，释放1.5万亿~2万亿资金，来熨平市场流动性。
2019年春节前	央行通过“降准+OMO”工具组合，向市场净投放1.7万亿的资金，其中包括公开市场净投放规模累计达到1.16万亿元，以及降准0.5个百分点净释放约5400亿元的资金。

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

今年春节较早，资金取现需求季节性因素来临，将令银行体系资金面趋于紧张，市场整体的流动性也会骤然紧张，因而在央行降准的配合下，有望平缓银行资金面的压力。从流动性工具的表现方面观察，我们注意到近期14天和1个月的资金利率上行趋势明显，表明跨年资金的需求仍较为旺盛。12月16日以来，央行投放流动性的频率非常之高，央行的14天逆回购在暂停半年后，也于12月中旬适时重启了。12月16日，央行开展中期借贷便利（MLF）操作3000亿元；12月18日，央行开展7天、14天逆回购操作，合计投放2000亿元；12月19日，央行再度开展7天、14天逆回购操作，合计投放2800亿元。因而近期央行累计投放资金高达9300亿元，实现净投放6440亿元。预计1月份将有6000亿逆回购陆续资金到期，主要包括14天逆回购到期1500亿，以及TMLF到期2575亿等。

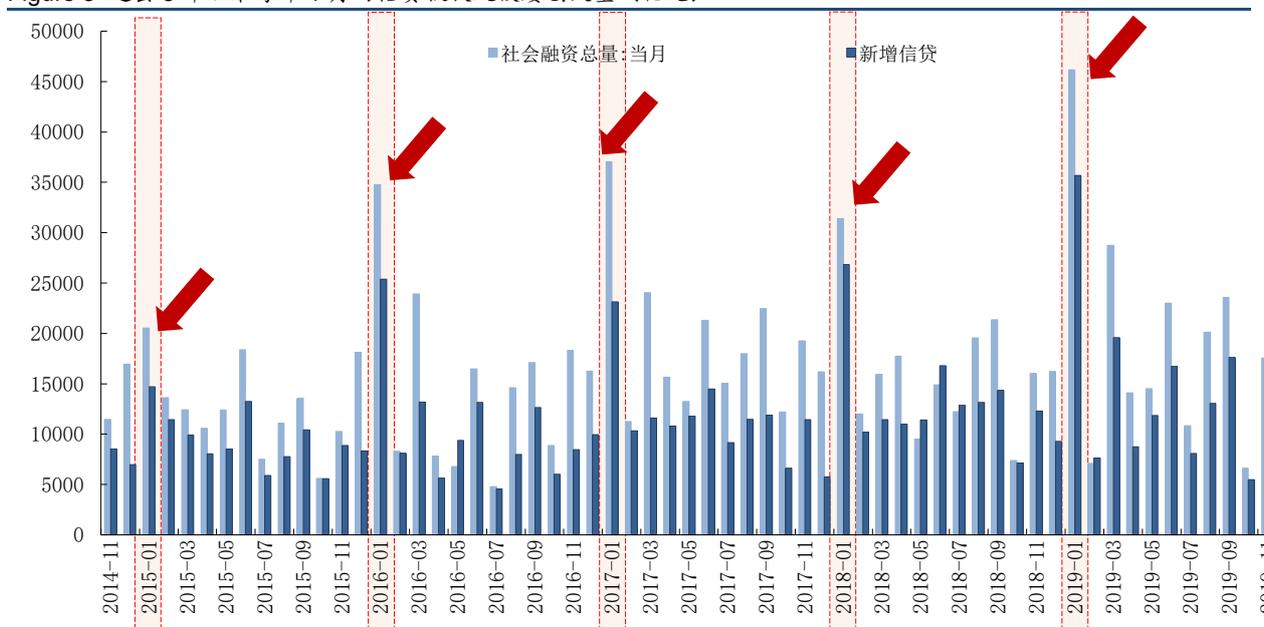
我们预计随着春节的临近，春节取现对流动性的影响或高达万亿元，在14日逆回购之后，预计央行会进一步重启28天逆回购的操作，并以“降准+创新

货币工具组合”的方式，使春节期间及后期的流动性保持合理充裕。

2.3、有效支持信贷投放高峰和缴税大月的流动性要求

一般在年初，由于各银行及企业抢跑信贷业务的因素，导致1月往往成为银行贷款投放的集中时点，从过去几年的情况看，信贷集中投放明显。而且通过市场利率向融资利率的传导，贷款利率今年依然存在下行的压力，银行提早投放或可提早锁定较高收益。其中在2019年1月人民币贷款增加3.23万亿元，社会融资规模增量4.64万亿元，投放总量均创出历史新高。而且企业中长期贷款也转向同比多增，这是宏观政策加大逆周期调节力度的体现，已经产生了明显的效果。

Figure 3 过去5年以来每年1月的信贷投放规模屡创天量（亿元）



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

此外，1月是季度缴税的大月，一般来讲，企业缴纳所得税都会在每个季度结束后的第一个月来进行缴纳，而四季度一般是企业冲业绩及进行业务核算统计较为集中时段，因而1月缴税的规模相对会较其他三个季度要偏高。

2.4、降准有利于新增专项债的顺利发行

1月初预计将有大量的地方政府债券发行，需要中长期流动性的支持。在过往年份中，在2015年及2019年初的时候，同样遇到地方政府债券大量即将发行，央行均通过降准的方式向银行体系提供了低成本、稳定的负债。今年的情况来看，在一个多月前的11月末，财政部就提前下达了2020年部分新

增专项债务限额 1 万亿元，各地市最早将在本月陆续展开发行工作，因而本次降准所提供的流动性有利于对冲资金面的压力，从而使新增专项债发行任务得以顺利实施。这项任务也是今年稳增长的重要措施之一，中央在 19 年底就提出要求各地需尽快将专项债券额度按规定落实到位，为了做好专项债券发行使用工作，中央还提出了要“早发行、早使用，确保明年初见效”的基本目标，以确保形成实物工作量，从而尽早能形成对经济的有效拉动。

Figure 4 2019 年前三季度一般专项债情况表（亿元）

	债券			非债券存量债务			债券与其它债务合计		
	一般	专项	合计	一般	专项	合计	一般	专项	合计
2018 年末余额	108040	72671	180711	1899	1252	3151	109939	73923	183862
2019 年 3 季度末余额	117095	94329	211424	1890	836	2727	118985	95165	214150
增加额	9055	21658	30713	-9	-416	-424	9046	21242	30288
新增债务限额							9300	21500	30800

资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

我们预测，综合考虑近年来新增专项债增长的趋势，及今年基建稳增长的需求较高，保守估计今年新增专项债限额有望达到 3.15 万亿元，较 19 年新增规模再扩大约 1 万亿元，因而包括降准在内的货币政策是专项债顺利发行的保障基础。

三、降准后“灵活适度”货币政策的走向

3.1、LPR 改革将推动货币政策的传导效率

2019 年央行开展了两次降准，一次是全面降准，另一次是全面+定向降准，并针对我国金融机构和金融体系的特点，存款准备金制度形成了“三档两优”的新框架，体现总量政策和结构性政策相结合，做到了精准定向调控，每次降准分为二至三次执行，并在降准之后均伴随着 MLF 到期（不续作）或者是面临税期窗口，因而有效的对冲了流动性压力，保持了流动性合理充裕。去年 8 月央行正式 LPR 报价制度改革，将其与 1 年期 MLF 利率进行挂钩，并将存贷款利率与货币市场利率统一“两轨并一轨”，揭开了利率市场化的历史新篇章。利率制度改革之后，一年期的 MLF 已经成为 LPR 的先行指标，成为利率的新锚点，市场基本上从 MLF 的变化就可以预测 LPR 的变化。

11 月在 1 年期 MLF 利率下调 5bp 后，OMO 和 LPR 跟随下调 5bp，有效缓解了同业存单和利率债上行的趋势。12 月又推进存量贷款挂钩 LPR，早于此

前计划和市场预期，从效果上看，LPR 报价与存量贷款挂钩后将明显提升货币政策的传导效率。截至目前，LPR 一年期共有 3 次下调，从 4.31% 下调至 4.15%；而新设置的 5 年期 LPR，也下调 1 次至 4.8%。虽然 12 月资金面有所宽松，MLF 保持着超量续作，大量的投放跨年资金，但并没有下调 MLF 利率。我们认为 CPI 的高涨虽然是由于猪肉价格供求失衡导致，工业部门依然处于通缩格局，但如果猪肉价格如果不能及时压制，容易推动通胀预期的上升，对于货币政策的实施构成制约，这也是 12 月 MLF 利率表现谨慎的主因之一。

在我国基础货币投放模式已发生根本性变化的背景下，外汇占款保持基本的稳定，而降准、MLF 操作等将成为货币投放的主要通道，通过“降准+LPR 改革”从侧面缓解了市场资金面的紧张压力，当前的降准并不会引发“大水漫灌”的效应，减缓了后期通胀预期的形成，有利于今年进一步打开货币政策调节的空间。一般而言，在跨年时段，市场对回购融资的需求会加大，往往会导致资金面紧张并助推市场利率，“降准+创新货币工具”组合可以从供需两方面改善金融体系的资金面的状况。预计央行后期仍会采用“降准+创新货币工具”组合使用的方式，向银行体系补充中长期流动性，预计在 1 月实施新一轮的降准后，有望驱动 1 月 20 日 LPR 报价的下调。

Figure 5 我国金融去杠杆的任务已基本达标（每月，%）

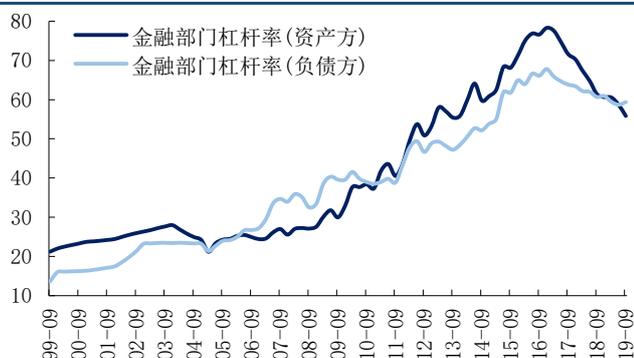
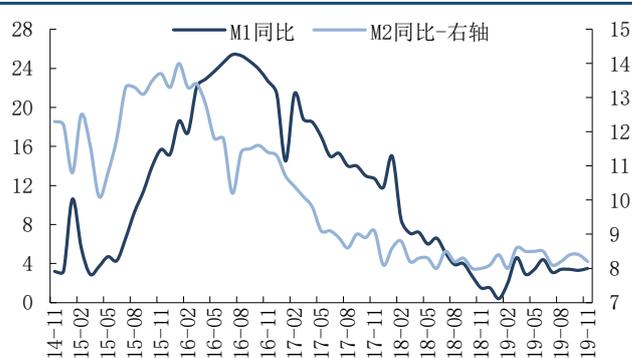


Figure 6 我国 M1 和 M2 的表现已基本平稳（每月，%）



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_8025

