

2020年01月01日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

如何理解全面降准又不大水漫灌？

——人民银行1月1日全面降准点评

相关报告

《12月PMI数据点评：4季度经济有望如期企稳》——2019-12-31

《存量浮动利率贷款的定价基准转换点评：一石二鸟》——2019-12-30

《资管新规》执行可能有更多缓冲点评：《资管新规》边际放松影响几何》——2019-12-27

《11月经济数据点评：部分行业存货回补与基建投资助推生产增长》——2019-12-18

《上市公司子公司分拆上市新规点评：分拆上市新规填补A股制度空白》——2019-12-15

事件：

1月1日，人民银行宣布2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放长期资金约8000多亿元。我们认为人民银行的全面降准不仅仅传递了货币政策进一步宽松的信号，而且降准后银行体系超额准备金的增加也有助于银行间市场短端利率下行，支持地方债发行，并通过降低银行成本的方式向贷款利率传导，缓解1季度GDP因高基数同比下行的压力。当然，由于春节期间现金需求的季节性上升，降准释放的资金也有相当程度是出于对冲季节性需求的考虑，货币政策整体放松的程度仍然比较温和。

投资要点：

- **降准符合预期**，从12月23日总理在成都视察工作的表态“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”来看，央行在两周以内采取行动符合历史惯例；实际上由于春季前多方面因素导致银行资金缺口较大，市场近期对于降准也有相当预期，央行的行动也符合预期。
- **全面降准效果一：传递了货币政策放松和逆周期调节的明确信号**。央行有关负责人明确表示，“此次降准是全面降准，体现了逆周期调节。”降准会通过预期渠道对于经济起到提振作用。
- **全面降准效果二：通过资金供给的增加实现逆周期调节**。降准将增加银行体系超额准备金的供给，推动短期利率的下行并支撑信用扩张。

从技术上看，8000亿流动性的释放甚至尚不足以满足春节现金需求、缴税、公开市场大额操作到期的资金需求，但是全面降准意味着央行会综合运用各种手段实现对于季节性资金缺口的弥补并且还有宽裕。实际上，全面降准具有较强的逆周期调节特征符合我们对于近两年货币政策的观察。例如2019年1月和9月的全面降准都带来了DR007利率的下行，而定向降准则缺乏此类的效果。近期以来，银行间短期利率下行已经非常显著，降准或有助于相关利率稳定在偏低的水平上。

本次降准的另一个重要目标在于支持地方债的发行。额度提前下达的地方债有望在近期大规模发行，降准支持地方债发行也是货币财政政策配合实现逆周期调节的体现。

- **全面降准效果三：降低银行成本并有望向贷款市场传导。**降准释放的资金有望对于央行其它政策工具提供的资金形成替代，按照央行的估计将降低银行的负债成本 150 亿元。在市场竞争的环境下，银行成本的降低将迫使其降低贷款利率，有助于降低实体经济的融资成本。我们预计 1 月 LPR 报价有望温和下调。在我国银行业银行间市场与信贷市场存在一定隔离的情况下，银行间市场较便宜的资金向贷款市场传导并不通畅，降准带来的成本下降对贷款利率的影响可能更加直接。
- **全面降准并非大水漫灌。**虽然是全面降准，但是释放的资金有相当部分与春节期间季节性的需求有关，例如与春节现金需求形成对冲。考虑到近期经济数据略超预期，中美也有望签署第一阶段贸易协定，货币政策大幅宽松的可能性较低。
- **权益资产短期有望得到一定提振。**虽然降准符合预期，但是近期 PMI 数据的表现和中美贸易协定的进展都意味着经济基本面略强于市场此前的预期，权益类资产可能获得一定支撑，而本次降准可能起到催化剂的作用。

然而，我们对于 2020 年一季度财政政策刺激之后的经济增长仍持相对谨慎的态度。目前的经济数据显示终端需求的改善并不明显，单靠存货回补恐怕难以支持经济的中期企稳。实际上，12 月 27 日的央行货币政策例会也认为“经济下行压力仍然较大”，就我们看来，无论是加速 LPR 作为存量贷款的定价锚的改革以降低实体经济成本，还是本轮降准都反映出政策当局对于未来经济仍有相当担忧。

风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，中美关系持续恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006年获得北京大学学士学位，2008年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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_8046

