

央行全面降准，经济短期复苏更加牢固

——央行全面降准点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

● 央行缘何此刻全面降准

经济复苏还不牢固。虽然 11 月工业生产、基建、与社零同比增速有较大的改善，这很大程度上受低基数影响，12 月 PMI 超出市场预期，但是复苏仍不牢固，11 月制造业投资增速仍处于低位，房地产投资增速存在下行压力，需要继续稳健的货币政策支持实体经济。**缓解小微、民营企业融资难融资贵问题。**2019 年以来民间投资增速不断下滑，1-11 月为 4.5%，远远低于 2018 年全年的 8.7%，与此同时，12 月小企业 PMI 降至 47.2%，此次降准降低银行资金成本每年约 150 亿元，中小银行可以获得长期资金 1200 多亿元，有利于通过银行传导可降低社会融资实际成本，特别是降低小微、民营企业融资成本。**对冲 1 月流动性缺口。**2020 年春节在 1 月，居民取现需求强，1 月又是传统缴税大月，加上年初地方专项债很可能提前发行，1 月信贷投放也较大，资金面存在较大缺口。

● 后续货币政策怎么看

本次全面降准，主要是对冲流动性缺口以及支持实体经济，也表明通货膨胀暂时未影响货币政策。1 月下旬的普惠金融降准可能继续实施，届时一些金融机构的存款准备金率会下降 0.5-1.5 个百分点。我国经济下行有结构性、体制性、周期性多种原因，长期下行压力难以缓解，货币政策整体上会保持宽松，不过随着经济阶段性企稳，以及通货膨胀可能超出市场预期，下半年货币政策可能会略有收紧。

● 此次全面降准对实体经济及资本市场影响

此次央行全面降准符合市场预期，是对国务院常务会议要求普遍降准与定向降准相结合具体落实，延续了稳健货币政策取向。对实体经济的影响：一是有助于降低企业融资成本，特别是降低小微、民营企业融资成本，有效增强金融机构服务实体经济的能力。

二是有利于经济短周期企稳。三是有利于小微和民营企业发展。**对楼市的影响：**目前我国坚持“房住不炒”，央行降准将积极采取措施，通过监管避免资金流向楼市，降准对楼市整体影响有限。**对股市影响：**央行降准释放的流动性短期提高资本市场预期，有助于提振股市市场情绪，释放长期资金直接降低上市银行付息成本，直接利好银行、券商股；间接有利于地产和周期股的进一步反弹。**对债市影响：**债市将维持震荡。

风险提示：政策落实不及预期

相关报告

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

贷款需求旺盛，经济有望逐步企稳——2019 年第一季度央行问卷调查点评

2019-03-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2 月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设 CBS 并非中国版 QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019 年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 央行缘何此刻全面降准.....	3
2、 后续货币政策怎么看.....	4
3、 此次全面降准对实体经济及资本市场影响.....	5

图表目录

表 1: 央行八轮降准时间、释放流动性和操作方式.....	4
-------------------------------	---

事件：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，央行公告决定于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），此次降准是全面降准，体现了逆周期调节，并不意味着稳健货币政策取向发生改变，释放长期资金约8000多亿元，其中，仅在省级行政区域内经营的城市商业银行、服务县域的农村商业银行、农村合作银行、农村信用合作社和村镇银行等中小银行获得长期资金1200多亿元，降低商业银行整体资金成本每年约150亿元，有助于通过银行传导降低社会融资实际成本，特别是降低小微、民营企业融资成本，有效增强金融机构服务实体经济的能力。

1、央行缘何此刻全面降准

经济复苏还不牢固。虽然11月工业生产、基建、与社零同比增速有较大的改善，这很大程度上受低基数影响，12月PMI超出市场预期，但是复苏仍不牢固，11月制造业投资增速仍处于低位，房地产投资增速存在下行压力，需要继续稳健的货币政策支持实体经济。此次降准是全面降准，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。

缓解小微、民营企业融资难融资贵问题。2019年以来民间投资增速不断下滑，1-11月为4.5%，远远低于2018年全年的8.7%，与此同时，12月小企业PMI降至47.2%，而民间投资很多是小微、民营企业在支撑。中小银行是小微、民营企业的重要支持方，但是我国金融体系流动性分层严重，受限于流动性限制，中小银行不能很好地支持小微、民营企业。此次降准中小银行可以获得长期资金1200多亿元，有利于增强立足当地、回归本源的中小银行服务小微、民营企业的资金实力。同时，此次降准降低银行资金成本每年约150亿元，通过银行传导可降低社会融资实际成本，特别是降低小微、民营企业融资成本。

对冲1月流动性缺口。一般而言，春节当月资金面波动会加大，2020年春节在1月，居民取现需求强，1月又是传统缴税大月，加上年初地方专项债很可能提前发行，1月信贷投放也较大，资金面存在较大缺口。

公开市场操作：逆回购方面，2019年12月中下旬开展6000亿元14天逆回购将在2020年1月初到期。

外汇占款：一月换汇额度释放，加上假期出境游较多，预计2020年1月外汇占款可能小幅负增长。

M0：春节当月，居民取现需求强，回顾过去春节在1月的年份，最近四年（2009年、2012年、2014年、2017年）M0环比平均增长1.3万亿元。

财政缴税：历年来1月都是财政缴税大月，导致财政存款增加。需要注意的是，2015年以来地方债大规模发行，也会导致财政存款增多，不过，商业银行自有资金购买地方债导致的财政存款增加，是新创造的存款，并没有减少银行准备金，也就没有减少基础货币。2010-2013年1月财政存款增量均值为3306亿元，考虑到名义GDP的增长以及增值税减税，2020年1月缴税引起财政存款增加的规模或高于3306亿元。

地方专项债：财政部提前下达2020年专项债额度1万亿元，财政部要求各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目，做好专项债券发行使用工作，早发行、早使用，确保2020年初即可使用见效，确保形成实物工作量，尽早形成对经济的有效拉动，因此，这批专项债可能有相当一部分在1月发行。

信贷：一月信贷投放较多，预计可能在 2.5 万亿元左右。

2、后续货币政策怎么看

本次全面降准，主要是对冲流动性缺口以及支持实体经济，也表明通货膨胀暂时未影响货币政策。1 月下旬的普惠金融降准可能继续实施，届时一些金融机构的存款准备金率会下降 0.5-1.5 个百分点。我国经济下行有结构性、体制性、周期性多种原因，长期下行压力难以缓解，货币政策整体上会保持宽松，不过随着经济阶段性企稳，以及通货膨胀可能超出市场预期，下半年货币政策可能会略有收紧。

表1：央行八轮降准时间、释放流动性和操作方式

	时间	释放流动性	操作方式
第一轮	2018 年 1 月 25 日	4500 亿元	普惠金融定向降准
第二轮	2018 年 4 月 25 日	置换到期的 MLF9000 亿元定向降准 0.5 个百分点，同时释放增量资金约 4000 亿元	
第三轮	2018 年 7 月 5 日	可释放资金 7000 亿元，其下调国有大型商业银行、股份制商中 5000 亿元用于债转股，业银行、邮政储蓄银行、城市商业 2000 亿元用于小微企业贷银行、非县域农村商业银行、外资款	银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点
第四轮	2018 年 10 月 15 日	对冲到期的 MLF4500 亿下调部分金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，可再释放增量资金约 7500 亿元	
第五轮	2019 年 1 月 4 日和 1 月 25 日	对冲春节前现金投放造成流动性波动和到期的 MLF，净释放资金约 8000 亿元	下调金融机构存款准备金率 1 个百分点
第六轮	2019 年 5 月 15 日	构建中小银行低存款准备金率框架，释放长期资金约 2800 亿元。	对于对聚焦当地、服务县域的中小金率框架，存款准备金率降至 8%
第七轮	2019 年 9 月 6 日	此次降准释放长期资金约 9000 亿元，其中全面降准金融机构存款准备金率 0.5 个百分点释放资金约 8000 亿元，定点（不含财务公司、金融租赁公司向降准释放资金约 1000 和汽车金融公司）；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，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点	
第八轮	2020 年 1 月 1 日	此次全面降准，释放长期资金约 8000 多亿元	此次全面降准降低银行资金成本每年约 150 亿元；省级行政区域内经营的城市商业银行、服务县域的农村商业银行、农村合作银行、农村信用合作社和村镇银行等中小银行获得长期资金 1200 多亿元

资料来源：中国人民银行官网，新时代证券研究所

3、此次全面降准对实体经济及资本市场影响

对实体经济的影响：一是有利于经济短周期企稳。2019年中国经济受“出口-制造业”链条拖累较大。从需求层面上，未来出口、基建投资、制造业投资、汽车消费、地产竣工增速都存在回暖的可能。同时，在库存周期底部，价格会先迎来修复，进一步支撑名义经济增长与企业盈利。此次全面降准，有助于缓解春节前商业银行投放信贷对银行体系带来的压力，提高货币政策传导效率，在PMI、工业企业利润触底上行背景下，有利于经济短周期企稳，实现金融更好地服务实体经济发展。

二是有助于降低企业融资成本。央行全面降准部分用于置换2019年12月中旬开展的14天逆回购操作（OMO），这样通过释放长期资金置换每年可直接降低商业银行整体资金成本每年约150亿元，有助于通过商业银行传导降低整个金融机构负债端成本，从而有效降低社会融资实际成本，特别是降低小微、民营企业融资成本，有效增强金融机构服务实体经济的能力。

三是有利于小微和民营企业发展。此次央行降准并非大水漫灌，其中，在省级行政区域内经营的城市商业银行、服务县域的农村商业银行、农村合作银行、农村信用合作社和村镇银行等中小银行将获得长期资金1200多亿元，主要是增加小微企业、民营企业等实体经济贷款资金来源，后续依然存在普惠金融定向降准、再贷款和再贴现、以及MPA动态考核等措施，所释放的资金均是缓解小微企业和民营企业的融资难问题，力争2020年全年普惠型小微企业贷款新增2万亿元，综合成本再降50BP，五大行2020年小微增速目标不低于20%。

对楼市的影响：目前我国坚持“房住不炒”，央行降准将积极采取措施，通过监管避免资金流向楼市。目前来看对，部分楼市库存较低，在实施的因城施策背景下，各个城市根据自身需求来调整，不排除个别城市通过人才等措施放松限购政策松绑，将会加大楼市调控的难度。但是通过存量贷款定向基准转向LPR，2020年个人住房贷款利率短期不会发生变化，因此降准对楼市整体影响有限。

对股市影响：央行降准释放的流动性短期提高资本市场预期，有助于提振股市市场情绪，释放长期资金直接降低上市银行付息成本，直接利好银行、券商股，有助于金融板块行情修复；间接有利于地产和周期股的进一步反弹；长期来看，随着宽货币向宽信用传导，经济短周期企稳，部分行业景气度提升，有助于提高上市公司盈利能力，推动资本市场继续走强。

对债市影响：进入2019年12月以来，债市整体维持震荡，但是随着中央经济工作会议和国常会明确“采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种措施”，降

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_8054

