

央行要降准吗？什么时候？

——当前降准时间窗口打开的两个维度

引言：元旦前后，央行降准的时间窗口打开，预计幅度在 50bp。降准有两个维度：第一，春节前流动性面临多方面因素扰动，包括现金需求的增加、财政存款的增加以及 TMLF 到期因素的影响；第二，从价格角度看，准备金率的下调可以降低商业银行机会成本，有利于银行信用的扩张。总体来看，在当前总需求偏弱的背景下，需要相对宽松的货币环境。货币边际宽松的方向是确定的，在房地产约束下，宽松节奏或幅度将是渐进的，预计 2020 年上半年将进一步降准、降息。

一、第一个维度：节前多因素扰动下，降准以对冲流动性的被动收缩

■ **春节前流动性面临多方面因素扰动**，包括现金需求的增加、财政存款的增加以及定向中期借贷便利（TMLF）到期因素的影响。具体来看：

1) **春节前现金需求增加**。居民在春节前会增加现金的需求，同时包括企业加速回款，发放工资、奖金等因素均会增加现金的需求。2015 年以来，春节前所在月份现金需求平均增加 1.4 万亿元，今年春节相对靠前（1 月 25 日），现金需求的增加将对流动性产生较大扰动。

2) **财政存款的增加**。财政存款呈现季节性波动，往往季度初会增加的比较多。2015 年以来，1 月份财政存款平均增加 6300 亿元，今年对于财政存款的另一个扰动因素在于地方专项债，财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，也将对流动性造成较大的压力。

3) **TMLF 的到期**。1 月 23 日还有 2575 亿元 TMLF 到期，也将对流动性造成负面影响，加大商业银行体系的流动性压力。

二、第二个维度：降准以降低银行机会成本，改善信用扩张条件

■ **从价格角度看，准备金率的下调可以降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件**。准备金存放增加了商业银行的机会成本，这一机会成本等于一般贷款加权平均与法定准备金利率之差。目前，法定准备金机会成本远大于逆回购、MLF 工具。降准有助于降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件。

■ **与国有大行相比，当前中小银行负债成本明显更高**。回顾今年以来的货币政策操作，均着眼于降低中小银行机会成本。

三、展望：货币边际宽松方向确定、节奏渐进，2020 年上半年进一步降准降息

■ **在当前总需求偏弱的背景下，需要相对宽松的货币环境**。货币边际宽松的方向是确定的，当前对货币宽松主要约束并不在于猪肉价格引导下的 CPI 上升，而在于房地产。2015 年以来我国房价在全球涨幅最大，房地产泡沫明显，这也是当前货币政策相对不那么松的主要原因。

■ **货币边际宽松方向是确定的，节奏或幅度将是渐进的，2020 年上半年除进一步降准外，预计还要降息**。从内部来看，提升资本回报率需要降低实际利率水平；从外部来看，中美贸易虽短期改善，但不确定仍存，以及全球经济的走弱，叠加多个央行的降息，我国有必要下调政策利率；从货币政策框架的调整来看，也需要通过下调政策利率的方式来收窄利率走廊，以更好的实现利率的调控；此外，LPR 的实质下降也需要央行下调 MLF 的方式来予以引导。

风险提示：货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

正文如下：

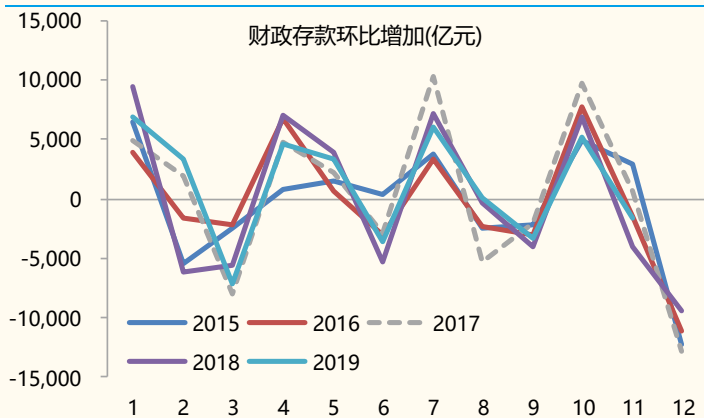
元旦前后，央行降准的时间窗口打开，预计幅度在 50bp。降准有两个维度：第一，春节前流动性面临多方面因素扰动，包括现金需求的增加、财政存款的增加以及 TMLF 到期因素的影；第二，从价格角度看，准备金率的下调可以降低商业银行机会成本，有利于银行信用的扩张。总体来看，在当前总需求偏弱的背景下，需要相对宽松的货币环境。货币边际宽松的方向是确定的，在房地产约束下，宽松节奏或幅度将是渐进的，预计 2020 年上半年将进一步降准、降息。

一、第一个维度：节前多因素扰动下，降准以对冲流动性的被动紧缩

春节前流动性面临多方面因素扰动，包括现金需求的增加、财政存款的增加以及定向中期借贷便利（TMLF）到期因素的影响。具体来看，（1）春节前往往现金需求会增加，居民在春节前会增加现金的需求，同时包括企业加速回款，发工资、奖金等因素均会增加现金的需求。2015 年以来，春节前所在月份现金需求平均增加 1.4 万亿元，今年春节相对靠前（1 月 25 日），现金需求的增加将对流动性产生较大负面扰动。（2）财政存款的增加，财政存款呈现季节性波动，往往季度初会增加的比较多。2015 年以来，1 月份财政存款平均增加 6300 亿元，今年对于财政存款的另一个扰动因素在于地方专项债，财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，也将对流动性造成较大的压力。（3）TMLF 的到期，1 月 23 日还有 2575 亿元 TMLF 到期，也将对流动性造成负面影响，将加大了商业银行体系的流动性压力。

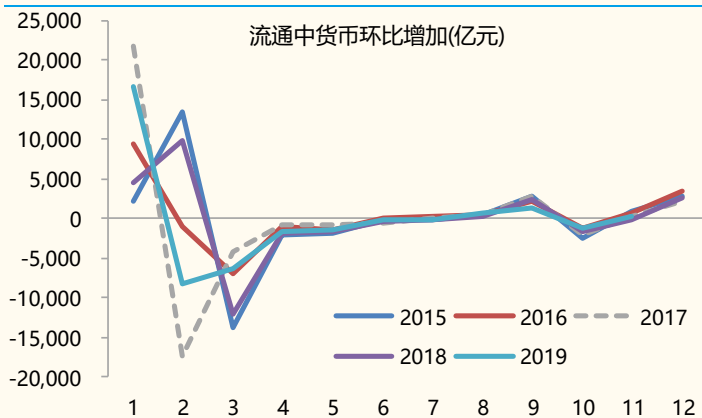
节前多因素扰动下流动性产生紧缩效应，需要央行主动投放流动性予以对冲，这是降准的第一个维度。回顾近三年 1 月货币政策动作，在以上多因素叠加下，央行均通过多种方式来提供流动性，具体来看，2019 年 1 月 4 日，下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点；2018 年 1 月 11 日，对全国性商业银行开始陆续使用期限为 30 天的临时准备金动用安排（CRA）；2017 年 1 月，通过临时流动性便利（TLF）操作为现金投放量较大的几家大型商业银行提供临时流动性支持。

图表 1：财政存款季节性波动



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：流通中货币季节性波动



来源：Wind，国金证券研究所

二、第二个维度：降准以降低银行机会成本，改善信用扩张条件

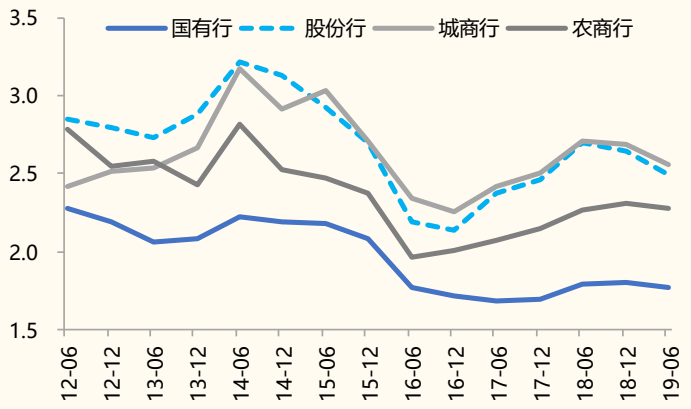
从价格角度看，准备金率的下调可以降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件。准备金制度要求商业银行将一定比例的资金存放在中央银行，相当于增加了商业银行的机会成本，这一机会成本等于一般贷款加权平均与法定准备金利率之差，目前法定准备金利率为 1.62%，三季度一般贷款加权平均利率 5.96%，因此准备金机会成本为 4.34%。与“税收楔子”原理类似，尽管准备金是直接向商业银行征收的，但实际成本并不完全由商业银行承担，而是根据利率弹性的不同在银行、存款人及贷款人之间分摊，高准备金率会间接推高贷款利率。同其他货币政策工具相比，以 7 天逆回购利率（2.50%）、1 年期 MLF 利率（3.25%）来衡量，两者与一般贷款加权平均利率差值分别为 3.46%、2.71%。法定准备金机会成本远大于逆回购、MLF 工具，降准有助于降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件。

与国有大行相比，当前中小银行负债成本明显更高。这里从两个维度来展开，一是总的付息负债成本，根据上市银行数据，2018Q2 至 2019Q2，在利率水平总体走低的背景下，我国商业银行付息负债成本有所回落，但不同类型银行之间分化明显，表现在股份行、城商行和农商行负债成本远高于大型国有银行。2018Q2 至 2019Q2，大型国有商业银行的平均付息负债成本率从 1.81% 降至 1.77%，股份制商业银行平均付息负债成本率从 2.65% 降至 2.50%，城商行平均付息负债成本率从 2.69% 降至 2.55%，农商行平均付息负债成本率相对保持稳定，从 2.27% 小幅升至 2.28%。二是同业负债成本，这里用同业存单发行利率来看，不同银行之间明显存在差异。今年 5 月以来，受包商银行事件影响，中小银行同业存单的成本出现了明显的分化，以 3 个月同业存单发行利率来看，12 月国有银行同业存单发行利率均值为 2.98%，股份制银行同业存单发行利率均值为 3.07%，城商行同业存单发行利率均值为 3.49%，农商行同业存单发行利率均值为 3.42%，差异明显分化。回顾今年以来的货币政策操作，也着眼于降低中小银行机会成本。2019 年 5 月 6 日，下调服务县域的农村商业银行存款准备金率至农村信用社档次，于 5 月 15 日、6 月 17 日、7 月 15 日分三次实施。9 月全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点；同时，再额外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。

图表 3：不同类型银行 3M 同业存单发行利率分化（%）



图表 4：不同类型银行付息负债成本分化（%）



三、展望：货币边际宽松方向确定、节奏渐进，2020年上半年进一步降准降息在当前总需求偏弱的背景下，需要相对宽松的货币环境。因此，货币宽松的方向是确定的，在房地产约束下，宽松节奏或幅度将是渐进的，2020年上半年除进一步降准，预计还要降息。2018年6月以来，中国金融条件指数总体回落，从0.27降至-0.76，当前相当于2016年末水平，虽然较此前明显回落，但与当前经济环境对比看，金融条件可能仍相对偏紧，央行有必要进一步降息，以避免实际利率的被动走高。当前我国政策利率实际上由一系列利率体系构成，其中7天逆回购利率作为短期政策利率，在引导货币市场中已经发挥了重要作用；MLF利率属于中期政策利率，在引导中长期贷款利率水平中将发挥重要作用。从内部来看，提升资本回报率需要降低实际利率水平；从外部来看，中美贸易虽短期改善，但不确定仍存，以及全球经济的走弱，叠加多个央行的降息的背景下，我国有必要下调政策利率；从货币政策框架的调整来看，也需要通过下调政策利率的方式来收窄利率走廊，以更好的实现利率的调控；此外，LPR的实质下降也需要央行下调MLF的方式来予以引导。当前对货币宽松主要约束并不在于猪肉价格引导下CPI通胀的高企，而在于房地产，2015年以来我国房价在全球涨幅最大，房地产泡沫明显，这也是当前货币政策相对不那么松的主要原因。总体来看，当前货币边际宽松方向是确定的，节奏或幅度将是渐进的，2020年上半年除进一步降准外，预计还要降息。

图表 5：2018 年 6 月以来，中国金融条件指数总体回落



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：当前企业实际利率处于较高水平（%）



来源：Wind，国金证券研究所

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_8123

