



# 降准如何影响流动性？



意见领袖 | 谢亚轩团队

核心观点：

6月，R007月均值2.43，较上月上升25BP，DR007月均值2.25，较上月上升13BP。我们在4月以来，一直判断资金面将保持宽松，背后核心的逻辑是信用的快速回落。6月提到季节因素，利率可能会有所回升，但不改变资金面宽松的趋势。7月9日全面降准，6月社融同比数据与上月持平。这两个指标看似传递的信号相互矛盾。降准带来流动性宽松，社融同比与上月持平意味着流动性可以不再宽松。那在这样的背景下，究竟怎么去研判未来资金面的走势？

根据我们之前的流动性框架，财政支出并不是影响流动性的因素，而当前的杠杆水平一般也不足以让央行收紧流动性，所以我们就不再赘述。本次的流动性报告着重放在降准和信用两个维度来分析对未来流动性的影响。

首先，在我们的流动性框架中，央行的货币政策操作是作为外生变量。在当前经济疲弱的背景下，降准整体上有利于流动性，短期资金面利率仍有下行空间，但幅度可能低于历次降准后资金面利率平均降幅。经济疲弱信贷下降时，央行降准，商行首先会用超储去偿还到期的MLF或者购买债券，压低短端利率。

其次，我们在之前的流动性框架中一直强调信用对流动性的影响，正

是信用的快速下滑带来了流动性的持续宽松。但是根据过往数据，信用和流动性在月度频率上并不是一一对应的关系，两者只是存在趋势性的关系。

整体上，7月降准是影响流动性的核心因素，流动性将比6月宽松，资金面利率有望下行。时间拉长看，央行进一步的宽松和信用趋势性的下降意味着资金面仍将趋势性宽松。

以下为正文内容：

6月，R007月均值2.43，较上月上升25BP，DR007月均值2.25，较上月上升13BP。我们在4月以来，一直判断资金面将保持宽松，背后核心的逻辑是信用的快速回落。6月提到季节因素，利率可能会有所回升，但不改变资金面宽松的趋势。7月9日全面降准，6月社融同比数据与上月持平。这两个指标看似传递的信号相互矛盾。降准带来流动性宽松，社融同比与上月持平意味着流动性可以不再宽松。那在这样的背景下，究竟怎么去研判未来资金面的走势？

根据我们之前的流动性框架，财政支出并不是影响流动性的因素，而当前的杠杆水平一般也不足以让央行收紧流动性，所以我们就不再赘述，但在报告最后我们把估算的结果以图的形势来呈现。本次的流动性报告着重放在降准和信用两个维度来分析对未来流动性的影响。

首先，在我们的流动性框架中，央行的货币政策操作是作为外生变量，那么这次降准会对流动性带来什么影响呢？降准一定会带来流动性的宽松

吗？

其次，我们在之前的流动性框架中一直强调信用对流动性的影响，正是信用的快速下滑带来了流动性的持续宽松。那两者之间在月度之间的关系有多强呢？

然后，我们综合评估降准和信用首次企稳下未来流动性的变化。

图 1：春节以后市场流动性持续宽松



资料来源：Wind，招商证券

## 一、降准对流动性的影响

在我们的流动性框架中，央行的货币政策操作是作为外生变量。

历次降准实施后，资金面整体宽松，利率先下后上。7 个交易日 DR007 平均下降 17 个 bp，20 个交易日 DR007 平均下降 12bp。虽然降准后，

资金面整体宽松，但我们发现并非每次都是利率下行。背后的原因可能在于经济基本面。经济下行压力越小，资金面越有可能紧张。典型的一次是2020年5月15日。虽然事先约定降准，但经济已经开始快速修复，央行也开始收紧流动性。

表 1：历次降准后资金价格走势

| 降准后               | GC001       |            | Dr007      |            | AAA 商行同业存单 (1月) |            |
|-------------------|-------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|
|                   | 7日          | 20日        | 7日         | 20日        | 7日              | 20日        |
| <b>2020/5/15</b>  | <b>25</b>   | <b>59</b>  | <b>34</b>  | <b>45</b>  | <b>14</b>       | <b>97</b>  |
| 2020/4/15         | -19         | -23        | -4         | -13        | -5              | -10        |
| 2020/3/13         | -109        | -44        | -47        | -38        | -64             | -70        |
| 2020/1/2          | -41         | -14        | 19         | 21         | 9               | 39         |
| 2019/11/15        | -15         | -14        | -20        | -49        | -27             | 32         |
| <b>2019/10/15</b> | <b>11.5</b> | <b>3</b>   | <b>11</b>  | <b>0</b>   | <b>10</b>       | <b>-8</b>  |
| 2019/9/16         | -11         | 9          | 4          | 0          | 17              | -3         |
| 2019/5/15         | 14          | -33        | -4         | -12        | 5               | 55         |
| 2019/1/25         | 9           | 63         | -3         | 3          | -40             | -45        |
| 2019/1/15         | 28          | -8         | -19        | -45        | -12             | -55        |
| <b>2018/10/15</b> | <b>5</b>    | <b>12</b>  | <b>3</b>   | <b>-1</b>  | <b>5</b>        | <b>-16</b> |
| 2018/7/5          | 26          | 30         | 20         | -17        | 25              | -51        |
| 2018/4/25         | -562        | -511       | -197       | -122       | -80             | -64        |
| 2018/1/25         | -13         | 47         | -47        | -4         | -26             | -43        |
| 平均                | <b>-47</b>  | <b>-32</b> | <b>-16</b> | <b>-15</b> | <b>-15</b>      | <b>-12</b> |

资料来源：Wind，招商证券

降准通常会带来资金面的宽松。经济疲弱时，信贷需求较弱。央行降低存款准备金率，商业银行超额准备金就会增加。由于超额存款准备金的利率（0.35%）非常低，银行可以拿来置换到期的 MLF、购买债券和放松贷款等用途。在经济疲弱、贷款需求下降时，银行会优先用来置换到期的 MLF、购买债券，从而带来资金面的宽松或者短端利率的下行。随着央行进一步宽松，资金逐步蔓延到中长端，从债券到信贷，利率依次下行。利率的下行就会带来越来越多的客户信贷需求的增加，经济下行的压力会逐步缓解直至复苏。但是，如果央行在经济已经复苏的时候降准，这个时候决定资金面利率的核心因素就变为了经济。经济复苏，信贷需求旺盛，银行会优先会考虑信贷，而不是置换 MLF 等。这样短端的资金面就不会受到降准的影响。

此次降准有助于资金面宽松，但幅度预计不会很大。虽然信贷快速回落，内需疲弱，但外需仍比较强劲，经济整体还算平稳。在这样的背景下央行降准，资金面无疑会更加宽松，但预计宽松的幅度不会很大，DR007 下降的幅度可能会低于平均水平。

## 二、信用对流动性的影响

根据历史数据，信用和货币存在跷跷板效应。信用收缩时，货币宽松；信用扩张时，货币紧缩。这是长期的趋势。那在月度上两者之间的关系是不是很强呢？

图 2：信用和货币存在跷跷板效应



资料来源：Wind，招商证券

月度看，信用和货币之间的变化关系并不是一一对应的关系。我们统计了 2016 年以来的月度数据，发现社融变化与 GC001、DR007 和 1M 同业存单利率的月度变化之间同向的概率在 50%左右，也就是说月度之间的指示意义一般。因此，使用信用数据判断资金面紧张程度时是根据趋势进行预判，而不是以月度预测月度。接下来资金面是否宽松应该看信用的趋势变化。

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\\_32999](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32999)

