



联讯证券专题研究

不一样的降准

2019年09月06日

投资要点

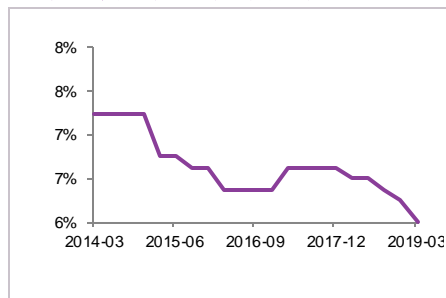
分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《LPR 改革影响几何》2019-08-17

《地产投资降多少》2019-08-21

《银行理财新趋势》2019-08-23

《我们能从旧金山湾区借鉴到什么？——粤港澳大湾区研究系列之 2》2019-08-28

《房企融资的凛冬已至》2019-09-02

不一样的降准

1、这次降准不一样。2018 年虽然多次做了降准操作，但要么有相对的对冲力量回收流动性，比如之前置换 MLF，要么是定向带有激励性质的降准，而此次降准选择在缴税规模偏低的 9 月，宽松与逆周期调节的力度更强。

2、降准原因有三：一是释放中长期资金，降低银行的负债成本，为降实体经济融资成本做准备；二是稳增长与就业的现实考量；三是给城商行更大的降准幅度，缓解前期因为风险事件造成的中小行缩表压力。

3、考虑到通胀和房住不炒的政策诉求，央行货币政策未来仍将保持稳健中性，若出现资金利率过低的现象，后续央行大概率会以公开市场操作等手段回收部分流动性。

风险提示：货币政策宽松超预期



今日，央行宣布将在 2019 年 9 月 16 日，全面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）。

在此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，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。两者合计将释放 9000 亿流动性。

与此前降准不同，这次降准有其特殊性。2018 年以来，央行虽多次进行了降准操作，但其本质上都是结构性或对冲性质的宽松，如之前置换 MLF 或对冲大规模的缴税，或对小微企业信贷占比较高的银行给予准备金上的优惠。但此次，央行是在缴税规模偏小的 9 月直接全面降准 0.5%，宽松与逆周期调节的力度更强。

当然，之所以能进行全面的降准，其前提在于 4 月份以来，监管机构强化了对房地产领域的调控，无论是直接针对房企融资的 23 号文、房地产信托业务的窗口指导，抑或是 LPR 改革后针对居民住房贷款的特殊规定，都对房地产行业的信用与融资环境给予了较大的压力。

换言之，这次降准是在压住房地产后的一次宽货币，意图使流动性流向制造业、小微企业、民营企业等政策扶持的主体，达到结构性宽信用的政策目标。

从宏观大背景看，这一次的降准有三大意义。

第一，配合财政政策，加大逆周期调节的力度以托底经济，稳定就业。

在今年一季度“小阳春”之后，实体经济面临的挑战和困难明显增多。一方面全球经济总需求加速下行，欧洲多国的无风险收益率降至 2016 年以来的新低，美国经济的韧性减弱，全球降息的经济体增多。再加上中美谈判再生事端，美国对中国出口商品加征关税力度提升，出口的压力在加大。

而考虑到国内吸收了较多劳动力的中下游制造业，多是面向海外市场的出口导向型企业，这种经济与政治关系上的不确定性可能会使失业率进一步上涨。

另一方面在房地产被压制后，国内总需求也面临下行的压力，尤其是土地购置已经出现断崖式的下滑，地产投资增速韧性在四季度可能会逐渐消失，更需要政府加杠杆来对冲。

此前国常会提出要提前下发 2020 年的地方债额度，扩大专项债充当资本金的项目范围，落地时间现在虽然仍然存在争议，但不排除在四季度提前发行部分地方债额度的可能。若是如此，则需要银行备足流动性，来应对更高规模的利率债供给与基建项目的融资需求。

第二，释放便宜的中长期资金，降低银行负债成本，降低实体融资成本。从去年至今，信用债到期收益率已经下降了超过 100BP，但银行贷款利率只小幅下行了 XXBP，货币宽松传导至实体融资成本上的效果不佳。为此，央行在前期做了利率并轨，将贷款定价基准改为 LPR，并改革 LPR 的报价形式，形成在 MLF+利差的报价模式。

但第一次 LPR 报价受制于银行的负债成本偏高与维持息差的意愿，调降幅度十分有限。因此有必要降低银行的负债成本，来引导 LPR 利率下行，使制造业企业、小微企业等主体的融资成本进一步降低。

据央行官方表述，此次降准将降低银行资金成本每年大约 150 亿元。在这种情况下，我们认为再下调 MLF 利率的必要性与可能性不大，LPR 的下滑更可能是采取压降利差的



形势实现，现在降准降低银行负债成本是为了平衡 LPR 下调带来的银行惜贷情绪。

考虑到通胀和房住不炒的政策诉求，降准后若资金利率过低，不排除央行会利用公开市场操作等手段来回笼流动性。

第三，支持城商行，降低中小银行的缩表压力。除全面降准 0.5%外，此次央行还额外针对仅在省级行政区域内经营的城商行降准 1%。一来是考虑到，此前完善三档并两档的准备金框架，已对县域农商给予了准备金率的优惠，而同样在支持小微企业和民营企业方面有着重要位置的城商行准备金率相对偏高，因此为鼓励其加大实体经济的支持力度，也给予了更低的准备金率。二来在包商银行因为信用风险被托管后，城商行的负债端出现了一定的问题，部分银行可能有一定的缩表压力，需要给予流动性的支持。

从影响来看，短期内，降准带来的情绪上的刺激已经接近尾声，市场将把焦点放在 MLF 利率是否调整上。若真如我们预期，MLF 利率不进行调整而选择压缩利差的形式降低 LPR，则债券市场可能存在调整的可能。但是从中期的视角来看，在信用派生的核心—房地产受到压制的情况下，宽货币要实现结构性宽信用的难度较大，流动性的释放带来的可能是更为严重的“资产荒”。



分析师简介

李奇霖，联讯证券董事总经理，首席经济学家，证书编号：S0300517030002。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 买入：相对大盘涨幅大于 10%；
- 增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
- 持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
- 减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

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_10311



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>