

降准还有必要吗？公开市场操作可能就足够了

宏观专题报告

2021年1月18日

报告摘要：

- **预计1月中下旬流动性相较1月上旬将有所收紧，春节过后流动性将边际好转。**今年春节时点同比后移导致居民提现压力主要集中在1月末和二月初，另外由于缴税时点顺延至1月20日，预计1月下旬流动性较上月将有所收紧。春节过后考虑财政支出在季末时点的增大和疫苗落地的影响，预计流动性将恢复宽裕水平。
- **动态来看，春节前流动性缺口大致在1.5-1.6万亿，预计2021年春节前不会出现全面降准，公开市场操作就足够了。**我们主要通过财政存款、货币政策工具到期、现金走款、银行缴准、外汇占款五个因素测得静态流动性缺口为2.7-3万亿，通过超储率视角我们预测超储率释放将补充流动性1.2-1.4万亿，最终得到春节前流动性缺口大约在1.5-1.6万亿。综合春节时点后移、缴税时点后移、债券供给回落等因素，叠加“不急转弯”的货币政策以及“稳杠杆”的主基调，我们预计2021年春节前，流动性安排大概率是公开市场操作和MLF净投放，不会出现全面降准。
- **风险提示：**
国内疫情防控压力增大；货币政策超预期收紧等

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

相关研究

目录

1 公开市场操作&降准	3
2 公开市场操作&降息	4
2.1 “降息”工具选择解析	5
2.2 经典降息场景回顾	6
3 公开市场操作&信贷	6
4 1月份及后续流动性总述	7
5 春节前流动性缺口预测	8
5.1 静态流动性缺口	8
5.1.1 财政存款（财政收支&债券供给）	8
5.1.2 现金走款	9
5.1.3 银行缴准	10
5.1.4 货币政策工具到期	11
5.1.5 外汇占款	11
5.2 动态流动性缺口（超储率视角）	11
6 流动性对冲工具选择	13
风险提示：	13
插图目录	14

1 公开市场操作&降准

降准的主要目的是优化流动性结构，增强金融服务实体经济能力，引导资金流向实体和小微领域，增强小微信贷供给能力，缓解融资难融资贵问题，促进实体经济稳定发展。从图 1 可看出十年期国债收益率对降准政策总体呈波动下行趋势。短期内随降准预期下行后，后期走势分化。2017 年 9 月以来央行多次启动降准操作，降准释放的增量资金通常会引起利率的下行，较低的利率通过银行传导至实体使其降低融资成本，促使企业恢复经营发展活力。

图 1：10 年中债国债到期收益率

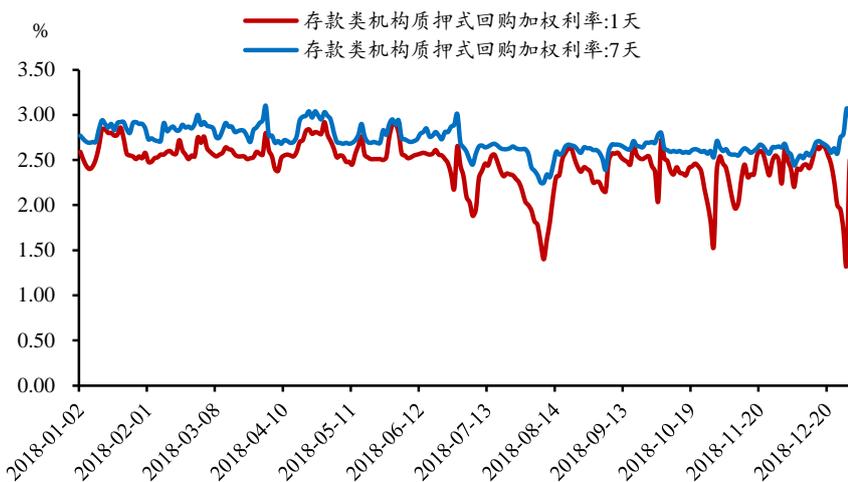


资料来源：Wind，民生证券研究院

短端货币政策工具向多元化发展，公开市场逆回购操作被频繁使用。近年来央行货币政策工具呈现多元化，涵盖公开市场逆回购操作、中央银行票据、SLO 等多种工具对短端利率进行调控。央行票据具有短期性特点，虽然可以在调控货币供应量、抑制信贷投放总量，调节市场利率走势方面发挥积极作用，但央票政策成本相对较高，受外币占款对冲压力影响过于明显。相比央票的政策成本，公开市场操作中的逆回购具有灵活、主动、时效性强的特征。

近年来央行不断加大对银行间资金利率的管控能力。统计发现在 2018 年的 1 月 25 日、7 月 20 日，8 月 22 日、9 月 21 日，10 月 26 日央行均暂停长达 15 日以上公开市场逆回购操作。央行暂停逆回购操作均对应资金利率走低、资金面转暖、流动性充裕的时点，从图 2 可看出对应在 DR001 和 DR007 下行的时点。另外一方面，在公开市场逆回购操作暂停期间，当资金利率大幅下行时，市场也会出现回调，即资金利率下行后出现反弹拐点，之后恢复正常区间。

图 2: DR007 和 DR001 在暂停逆回购期间走势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

回顾历史发现近年来央行降准以后的公开市场操作方式选择取决于资金面的充裕程度。

当资金利率过低时央行通常会采取停止公开市场逆回购操作的方式回收流动性。回顾 2019 年第一次降准后, 资金利率大幅度下行。背后原因主要是由于财政支出具有明显的季节性特征, 基本集中在每季季末, 其中又以第二季度和第四季度的支出力度更大, 财政支出和财政收入的时间错峰, 导致了财政存款的周期性变化, 季末、年末流动性出现大幅宽松, 银行间资金较为充裕。多数情况下央行会在降准后持续暂停公开市场操作, 其目的是在降准抹平春节/缴税期间的流动性缺口, 维持资金面的充足状态的前提下保证银行间资金利率不能过低, 防止金融机构加杠杆。特例情况出现在 2018 年 4 月 25 日, 央行宣布降准之后市场情绪高涨, 资金需求增加带动利率大幅上行, 央行随即开启逆回购操作。

图 3: 2018 年降准期间公开市场逆回购操作

发布日期	实施日期	降准幅度	暂停逆回购操作 天数
2017/9/30	2018/1/25	定向降准0.5-1 个百分点	19
2018/4/18	2018/4/25	定向降准1个百 分点	0
2018/6/24	2018/7/5	定向降准0.5个 百分点	6
2018/10/7	2018/10/15	定向降准1个百 分点	3

资料来源: 中国人民银行官网, 民生证券研究院

综上, 央行采取降准叠加暂停公开市场逆回购的操作意图主要是增强小微信贷供给能力, 缓解融资难融资贵问题, 同时防止金融机构加杠杆。但是观察 2018 年的四次降准, 我们发现其中的 2018 年 7 月和 10 月降准后新增人民币贷款不增反降, 环比分别下降 21.2% 和 49.5%。因此应该重点关注降准所释放的资金是否真正流向实体经济而不是滞留在银行间。

2 公开市场操作&降息

2.1 “降息”工具选择解析

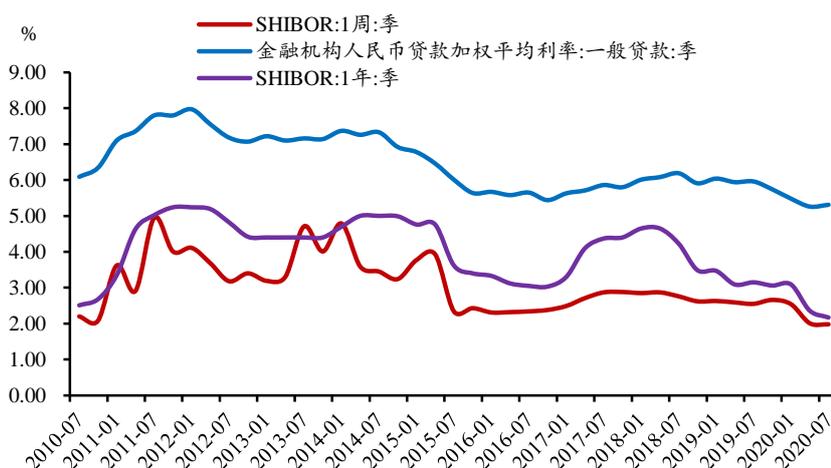
公开市场操作中标利率下降带动市场整体利率下行，有利于降低资金成本，缓解企业的财务压力，支持实体经济尤其是小微企业的发展。经济下行通常伴随着市场对降息的热议。就拿 2020 年 3 月 30 日的降息来说，当时降息主要有以下四点原因：一是国内防控影响正逐渐显现，需要逆周期政策的呵护；二是国内即将迎来海外需求下降的第二波冲击；三是 2020 年完成全年社会目标需要 GDP 增速在 5% 以上；四是 4 月份通常是货币政策发力的黄金窗口期。

从降息工具选择来看，央行主要可以通过四种方式实现降息：稳定政策利率的同时降低市场利率、定向降息、降低公开市场操作利率和降低贷款基准利率。下文着重分析工具间的利弊取舍，首先央行可以选择在不调低政策利率的情况下降低市场利率的水平以达到稳定汇市预期的目的。但是这种做法会导致在一些期限上，商业银行从市场上融资的成本将低于从央行获取资金的成本，商业银行将更愿意在银行间市场融资，这在一定程度上削弱了央行调控市场利率的能力，引发短端资金利率的波动。

与调整公开市场操作利率相比，调整贷款基准利率能够对实体经济融资成本产生更为直接的影响，但降低贷款基准利率可能诱发宏观杠杆率再度回升。历史数据显示，贷款增速与名义 GDP 增速之差和贷款基准利率变动密切相关。当贷款基准利率下降时，贷款增速与名义 GDP 增速之差可能扩大，使宏观杠杆率面临加速上升的风险。

从图 4 可以看出，与 7 天期 Shibor 相比，一般贷款加权平均利率的走势与 1 年期 Shibor 走势更为接近，因此，要降低实体经济融资成本，需要降低商业银行获得中长期资金的成本。逆回购和 MLF 是当前央行开展公开市场操作、投放基础货币的两大主力工具，期限上一短一长，一定程度上充当着短期和中长期政策利率基准的作用。我们认为未来央行或许可以优化在 2018 年 7 月推出的“定向 MLF”：以低于政策利率的水平向商业银行发放 MLF，并要求其将资金用于支持民营企业或小微企业等薄弱环节。

图 4：一般贷款加权平均利率与一年期 Shibor 走势更为接近



资料来源：Wind，民生证券研究院

综上，货币当局可以通过维持政策利率但降低市场利率、定向降息、降低公开市场操作利率和降低贷款基准利率四种方式降低融资成本。从支持实体经济融资和稳定宏观杠杆率的综

合角度来看，直接降低公开市场操作利率则可以切实降低实体经济融资成本，有效地支持民营企业、小微企业发展，是相对更为有利的选择。

2.2 经典降息场景回顾

面对税期高峰叠加年底时点，2019年11月18日，央行重启并开展1800亿元7天期逆回购操作，操作利率下调5个基点至2.5%，这是2015年8月以来央行首次下调公开市场逆回购操作利率。在之前的11月15日，央行开展了2000亿元1年期MLF操作并在11月5日下调操作利率5个基点。

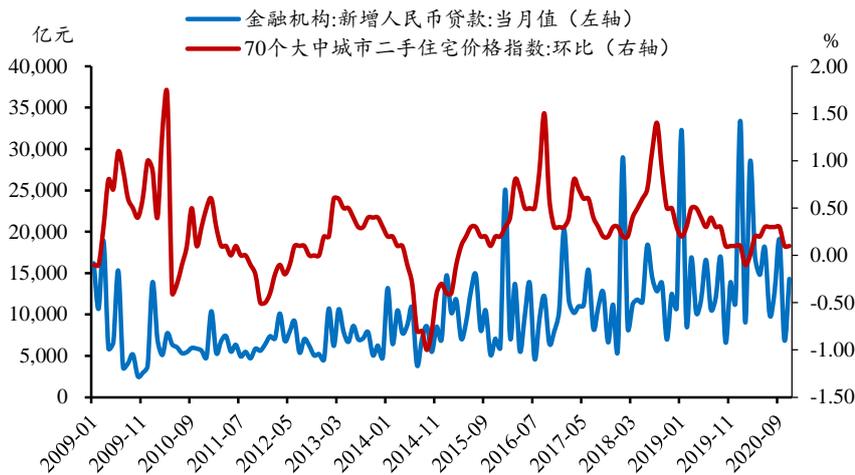
此次央行同时下调逆回购和MLF操作利率，我们认为其背后动机主要有二。其一是为金融机构减压，突出降低融资成本这条主线。对于11月初下调MLF操作利率。央行在2019年第三季度货币政策执行报告中指出：“中期借贷便利中标利率下降有助于促进降低社会融资成本。此举促进市场风险偏好上升，提振了信心。”而对于逆回购利率的下调，央行在同一报告中指出：“把握好政策力度和节奏，加强逆周期调节，加强结构调整。”可以清晰发现之前报告中的“适时适度进行逆周期调节”已经替换为“加强逆周期调节”。此次逆回购利率下调也是自2018年3月22日以来逆回购利率首次下调，显然是央行加强逆周期调节的具体体现。

其二是为了打消市场对央行货币政策收紧的担忧。我们发现央行在2019年第三季度货币政策报告里的《专栏4全面看待CPI与PPI走势》中指出“CPI同比涨幅走高，结构性特征明显，要警惕通货膨胀预期发散”。强调当前通胀的结构性特征，提出加强“逆周期调节”的同时删掉了“流动性总闸门”的字眼，表明稳增长被放在更加重要的位置。

3 公开市场操作&信贷

场景回顾：2009年第一季度货币政策执行报告指出：“2009年以来，金融机构人民币各项贷款快速增长，第一季度新增4.6万亿元，同比多增3.2万亿元”。4.6万亿新增贷款可以说是达到了当时的空前天量。报告同时指出：“2009年3月份，全国70个大中城市房屋销售价格环比上涨0.2%，为2008年8月以来连续七个月负增长后的首次上涨”。可见当时下行已久的70大中城市房价于2009年3月重新开启了上涨通道。

图5：新增人民币贷款的增加通常伴随着房价的升温



资料来源: Wind, 民生证券研究院

无独有偶, 2016年一季度人民币贷款增加4.61万亿元, 同比多增9301亿元。单季度新增贷款创下新高, 各地房价也由此急剧升温。考虑到如果2017年同期续创新高, 楼市的“防泡沫”的工作将会更为被动。2016年第四季度货币政策报告指出:“货币政策在保持流动性合理充裕的同时, 也更加注重抑制资产泡沫, 同时牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。”另外2016年12月召开的中央经济工作会议也明确要求, “要把防控金融风险放到更加重要的位置, 着力防控资产泡沫”。回顾历史发现每年1月份均是1年里新增信贷量最大的月份。2017年1月人民币贷款新增2.03万亿元, 在随后的2017年2月3日, 央行将7天逆回购利率由2.25%上调至2.35%。很显然此次逆回购利率的上调, 是央行为引导市场预期、防范资产泡沫而必须做出的一种宣示性行为。

再回顾2018年第一季度的情况: 2018年1月份新增信贷达到2.9万亿元, 大幅超过前值5844亿元, 创历史纪录。第一季度人民币贷款新增4.86万亿元, 同比多增6339亿元。这也是有记录以来的单季新增贷款新高。和2017年类似, 这预示着央行必然得采取有效的手段来引导和管理市场预期。不出所料在2018年第二季度货币政策执行报告中我们发现, 报告中提到:“强化央行逆回购操作利率的引导作用。2018年3月22日, 央行逆回购和MLF操作中标利率随行就市上行5个基点, 此后保持稳定。”可见央行在创历史性的高信贷环境下再次上调了逆回购利率。

综上, 在稳增长与去杠杆的平衡下, 上调公开市场操作逆回购利率仍然是央行的首选。央行主要有以下两种选择: 上调逆回购利率和直接上调存贷款基准利率。由于存贷款基准利率是绝大部分贷款的定价基准, 其上调将立竿见影地提高实体经济的融资成本; 但是由于存贷款基准利率的调整往往具有极强的刚性, 一旦调整便很难在短期内迅速逆转。与贷款基准利率在短期内具有极强的刚性相比, 逆回购利率直接影响银行间流动性, 上下调整更为灵活, 其变动向实体经济融资成本的传导更为间接、所需时间更长, 使货币当局能够在稳增长与防风险之间进退自如, 非常适合作为临时性的手段采用。

4 1月份及后续流动性总述

首先让我们回顾一下2020年12月末的资金面情况: 央行在12月中旬超额释放MLF流动性, 下旬多次通过逆回购释放流动性, 充分呵护跨年资金流动性, 流动性整体呈现宽裕状态。

综合分析1月流动性状况,今年春节时点同比后移至2月中旬导致居民提现压力趋于缓和,另外由于缴税时点顺延至1月20日,外加债券供给压力明显减小,外汇占款变化较小,预计1月中上旬银行间流动性压力不大。但是20日后需关注缴税和提现因素,居民提现需求回升将对银行间资金流动性形成负面冲击。预计1月中下旬流动性相较1月上旬将有所收紧。

财政存款以及现金走款等因素均属于短期流动性需求,春节过后随着财政支出在季末时点的加大外加疫苗落地,疫情影响逐渐消退,流通中现金可能会加速回流至银行系统,流动性将恢复合理充裕水平。

5 春节前流动性缺口预测

5.1 静态流动性缺口

静态来看,春节前的流动性缺口大约为2.7-3万亿。

我们主要通过财政存款(包括财政收支&债券供给)、货币政策工具到期、外汇占款、现金走款、银行缴准五个因素来测算春节前静态流动性缺口。预测春节前新增财政存款介于4000亿元至5000亿元、现金走款占用流动性9000亿至1.1万亿元、货币政策工具到期11155亿元、银行缴准增加2820亿元、外汇占款波动幅度较小,最后得到静态流动性缺口约为26975-29975亿元。

5.1.1 财政存款 (财政收支&债券供给)

财政存款的变动主要受财政收支和政府债券发行偿还影响。通常每年1月为财政支出淡季,回顾历史数据,1月份的财政支出在全年内往往处于低点。2020年12月18日的中央经济工作会议指出:“要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。”明确了2021年财政政策将发挥非常关键的作用。另外由于2020年财政融资较多而财政支出节奏后移明显,预计财政很可能有较多结余资金留至2021年,一旦这部分资金在年初集中支出,预计2021年春节前财政支出强度要高于往年水平。

同时财政税收收入具有很强的季节性特点,1月份是全年缴税大月之一。资金从银行体系内回流至央行财政存款账户,对银行间流动性形成冲击。

春节前政府债发行对银行间流动性影响不大:2020年全年专项债发行额达3.6万亿,地方政府财政资金有一定结余。考虑到2021年经济预计呈现持续复苏态势,叠加2021年新增

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_113

