

货币边际宽松三部曲重要一步：定向降准

一、降准有助于降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件

- 随着货币政策从应对疫情的超常规宽松向常态化转变，非金融部门总债务环比增速回落，四季度信用扩张也将有所放缓，但信用扩张趋势不变。我们预计今年还会再定向降准1次，以降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件。

二、目前中小银行负债成本有所上升，资金压力有所增加

- 与大型银行相比，中小银行负债成本压力相对更大。同业存单发行利率有所上行，银行主动负债成本有所提高，资金压力有所增加；随着信贷增速的边际放缓，信用派生存款速率也有所下降，从而银行存款的营销压力有所增加；央行货币政策的边际收紧也压缩了银行向央行的借款规模，部分也增加了银行的负债压力。
- 因此，通过定向降准，可以增加中小银行超额准备金规模，部分减少对外部资金的依赖，改善信用扩张条件，避免实体经济融资成本的走高。

三、当前超储率相对偏低，降准提供流动性的必要性有所上升

- 超储率的变化存在季节性，一般而言，一季度末和三季度末率偏低，二季度末和四季度末较高。今年则有所不同，超储率在一季度末达到2.1%，远高于过去三年一季度末1.3%的平均水平；二季度末，超储率降至1.6%，已经处于较低水平，预计三季度会进一步下降。当前超储率相对偏低，降准提供流动性的必要性有所上升。

四、货币政策边际宽松的三部曲

- 预计未来公开市场操作量会比较充足，央行近日加大资金投放力度，资金供给精准滴灌。
- 预计对中小银行再定向降准一次，幅度50bp。定向降准稳定增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源，通过银行传导有促进降低小微、民营企业贷款实际利率，直接支持实体经济。
- 预计四季度降息，MLF、LPR利率下调几率较大，但逆回购利率将保持不变。预计MLF利率存在5bp左右下降空间，相应的LPR利率也将有所下调。

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

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

风险提示：国内外疫情发展存在不确定性；政策应对措施和方法不当等

正文如下：

一、降准有助于降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件

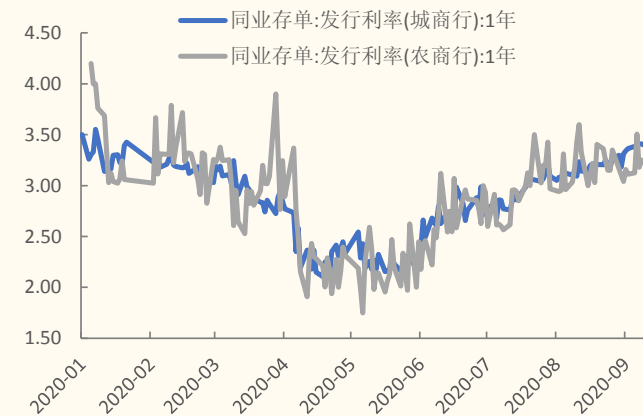
今年以来央行进行了三次定向降准：1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放长期资金8000多亿元；3月16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点，释放资金5500亿元；4月定向下调存款准备金率1个百分点，分两次实施，共释放资金4000亿元。随着货币政策从应对疫情的超常规宽松向常态化转变，非金融部门总债务环比增速回落，四季度信用扩张也将有所放缓，但信用扩张趋势不变。我们预计今年还会再定向降准1次，以降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件。

降准操作并不改变央行资产负债表规模，只影响负债方的结构，即法定准备金与超额准备金相对占比的变化。“量”的角度来看，法定准备金率的下调增加了超额准备金的供给，放松了银行贷款创造存款行为的流动性约束，有助于保持货币条件总体稳定。“价”的角度来看，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%，今年二季度一般贷款加权平均利率为5.26%，因此准备金机会成本为3.64%。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（2.20%）、1年期MLF利率（2.95%）来衡量，两者与一般贷款加权平均利率差值分别为3.06%、2.31%。法定准备金机会成本远大于逆回购、MLF工具，降准有助于改善银行贷款创造存款行为的流动性约束，降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件。

二、目前中小银行负债成本有所上升，资金压力有所增加

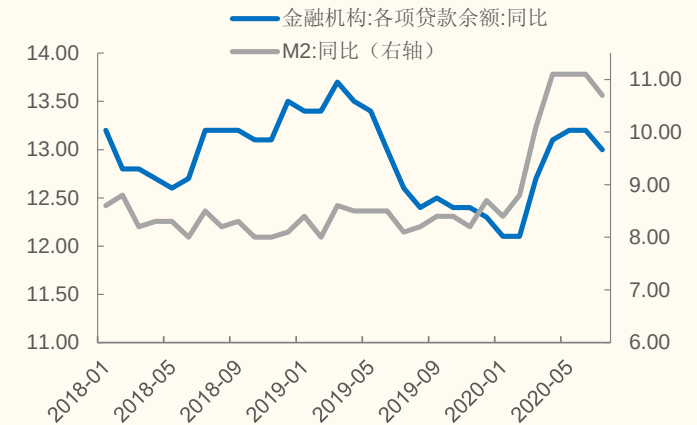
与大型银行相比，中小银行负债成本压力相对更大。从同业存单发行看，银行主动负债成本有所提高，发行利率上行，资金压力有所增加。结构性存款压降使得银行负债压力转向定期存款和同业存单的发行，而同业存单在供给抬升，需求走弱的背景下，利率大幅上行。随着信贷增速的边际放缓，信用派生存款速率也有所下降，从而银行存款的营销压力有所增加。央行货币政策的边际收紧也压缩了银行向央行的借款规模，部分也增加了银行的负债压力。与大型银行相比，中小银行负债成本压力相对更大。因此，通过定向降准，可以增加中小银行超额准备金规模，部分减少对外部资金的依赖，改善信用扩张条件，避免实体经济融资成本的走高。

图表 1: 同业存单发行利率 5 月以来持续增加



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 金融机构各项贷款增速及 M2 增速



来源: Wind, 国金证券研究所

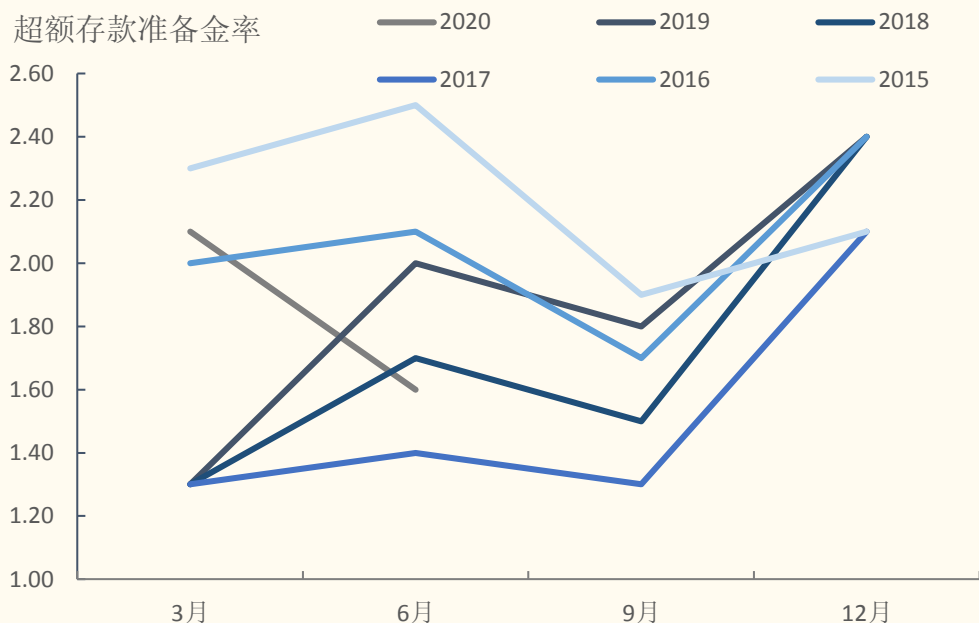
三、当前超储率相对偏低，降准提供流动性的必要性有所上升

当前超储率相对偏低，降准提供流动性的必要性有所上升。2019 年经济下行，年初资金流动性压力大，央行在年前进行了降准以维稳流动性；2020 年一季度，为了应对新冠疫情对于经济与金融市场的冲击，央行连续通过定向降准、再贷款再贴现等工具释放了大量流动性。超储率在今年一季度末达到 2.1%，远高于过去三年一季度末 1.3% 的平均水平。二季度末，超储率回归到 1.6%，主要是因为信贷扩张明显加快，叠加央行净投放规模的边际缩减。6 月末超储率已经处于较低水平，预计三季度会进一步下降；这意味着央行可能已经达到了使资金利率回归政策利率附近，并使商业银行调整资产负债结构，实现其打击资金空转、总量适度、通过结构性措施支持实体经济的效果。

超储率的变化存在季节性，是流动性的供需平衡的结果。超储率的变化主要受资金供需的影响，取决于央行公开市场操作、现金走款、财政收支等。具体来说，央行 OMO 净投放、降准时会提高超储率，现金增加、政府存款增加，银行信贷扩张时会降低超储率。超储率存在季节性，一般而言，一季度末和三季度末率偏低，二季度末和四季度末较高。2020 年受疫情影响，超储率出现反季节回落，货币政策 5 月以来没有进一步宽松，以至 6 月的超储率反季节性下降，预计三季度末会进一步下滑，流动性继续收敛，将导致资金价格的上涨。

我们在 2020 年 8 月 21 日的报告《当前货币政策的若干焦点问题》中也曾提出，货币政策不会继续收紧，未来会边际宽松。8 月 MLF 超量续作，近日公开市场操作频繁，未来央行可能逐步将超储率从偏低的状态回归正常水平，这也是央行在三四季度还会再次进行定向降准的重要原因。

图表 3：今年二季度超储率反季节性回落（%）



来源：Wind，国金证券研究所

四、未来货币政策边际宽松的三部曲

预计未来公开市场操作量会比较充足，央行近日加大资金投放力度，资金供给精准滴灌。目前从8月7日至9月11日，央行已经连续26个工作日开展公开市场操作，平均操作规模远大于到期规模，流动性投放持续加码。当前经济修复持续，但在整体需求偏弱和就业压力较大的情况下，需要流动性环境的配合。预计未来公开市场操作量会继续比较充足，资金供给精准滴灌，流动性边际宽松。

预计对中小银行再定向降准一次，幅度50bp。政府政策重点在于“六稳”和“六保”，其中就业均处在第一位（“稳就业”、“保居民就业”）。从就业主体来看，小微企业在经济发展、创造就业活动中起着非常重要的作用。小微企业贡献了全国80%的就业，60%以上的GDP和50%以上的税收。我们预计三季度将预计对中小银行定向降准一次，幅度50bp，以稳定中小银行支持实体经济的稳定资金来源，通过银行传导有促进降低小微、民营企业贷款实际利率，直接支持实体经济。

预计四季度降息，MLF、LPR利率下调几率较大，但逆回购利率将保持不变。货币政策回归常态化，当前经济弱复苏的背景下，货币政策将继续引导实体经济融资成本的下降。预计MLF利率存在5bp左右下降空间，相应的LPR利率也将有所下调。过去逆回购利率的调整具有部分随行就市特征，当前货币市场利率估计围绕逆回购利率小幅波动，因此，逆回购利率下调的可能性相对较低。

风险提示:

- 1、疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；
- 2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；
- 3、部分行业受到负面影响远超预期。

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_2579

