

## 宏观点评

### “降息”空间还有多大？存款利率呢？

**事件：**2月17日，央行开展2000亿元1年期MLF操作，利率3.15%，较前值降低10BP。同日，投放1000亿元7D逆回购，逆回购到期1万亿。

**1、“降息”符合预期，主因疫情下稳增长和降成本的必要性和迫切性加大。**我们前期报告指出，本轮疫情的冲击很大可能较非典时期更大，疫情对小微冲击也会更大，尤其是就业端。测算发现，Q1GDP增速可能降至5%甚至4%以下，如果后续复工仍弱，GDP下跌幅度将加深。事实上，2月3日以来，央行和财政部已采取再贷款+贴息，定向扩大信贷、定向降息等措施给企业减压。此外，本次MLF利率下调，应是跟随2月3日逆回购利率下调，反映了利率联动特征，且更助于引导2月LPR的下行。鉴于贷款投放年初较高的季节性特点，此时降LPR更有助于全年降成本、稳增长。

**2、往后看，稳增长已成货币政策最重要目标，进一步宽松几无悬念，包括：大概率会再降准“降息”，也可能降存款基准利率；会加大信贷投放、且定向支持是重点；稳增长更需宽财政，货币和财政有望齐发力、且打出更多“组合拳”。**

1) 尽管近来流动性较充足、资金价格已近历史低位、10Y国债收益率也仍有下行空间，但疫情冲击下稳增长的诉求更强，需要货币政策进一步宽松。春节后近半个月，央行公开市场操作累计净投放8400亿元，并下调逆回购利率10BP，市场利率也显著走低。截至2月14日，R007和DR007分别较2月初下行48BP和62BP；以月均利率计算，2月R007均值处于1991年以来38%分位水平；10年期国债收益率较1月初下行29BP至2.86%，2月以来利率水平处于2002年以来5%分位附近，已接近历史低点。

2) 降息端，20日下调LPR应为定局，预计后续MLF和LPR利率还会再降，全年LPR有望调降30-40BP；降低存款基准利率也有可能，但需要央行较大魄力。一方面，鉴于年初降准、OMO和MLF利率下调，预计本月20日1年期LPR利率下降至少10BP，后续MLF有望至少再降1-2次，幅度应不会低于15BP，公开市场操作利率也有望同步下调。此外，15日银保监会指出后续要加大对受困小微民营企业扶持，力争今年普惠小微企业贷款综合融资成本低于2019年。从当前情况看，预计1年期LPR利率全年有望下调30-40BP。另一方面，由于存款基准利率和揽储压力的存在，当前降准和调降MLF对于降低银行负债端成本的效果有限。疫情下，降低存款基准利率将有助于改善银行资产负债结构。不过，鉴于上半年CPI同比大概率在4%以上高位，调降存款利率可能导致存款流失，不难判断，央行调降存款基准利率需要较大魄力。考虑到央行有意逐步淡化基准利率的作用，降存款利率的方式除直接调降原基准外，不排除采用市场化方式。

3) 降准仍是可选项。随着企业陆续开工，后续资金需求将加大，鉴于季末信贷投放和4月MLF集中到期，3-4月可能是再次降准比较好的窗口期，定向降准必要性更大，预计后续全面降准和定向降准的幅度为50-100BP。

4) Q1信贷社融有望延续高增，定向支持将是重点。结合日前政治局会议、央行会议等部署，预计Q1新增信贷社融仍将不低（19Q1新增信贷5.8万亿、新增社融8.6万亿，均为历史“天量”），投向上将加大对重点领域复工复产、制造业、居民消费等支持力度，也将针对受疫情影响较大的地区、民营企业、批发零售、住宿餐饮等重点部门，继续加码定向降息、扩大信贷、再贷款再贴现等措施。

5) 货币不是万能的，稳增长更需宽财政，尤其是货币和财政的组合拳。尽管疫情下财政减收增支的压力会加大，但客观看，眼下松财政的作用应会好于松货币，包括适度提高财政赤字率目标、提高地方专项债规模甚至发特别国债，货币和财政也应更好协同（日前央行专项再贷款和财政部贴息就是难得的“好配合”）。

**风险提示：**疫情超预期恶化，政策执行力度不及预期。

#### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

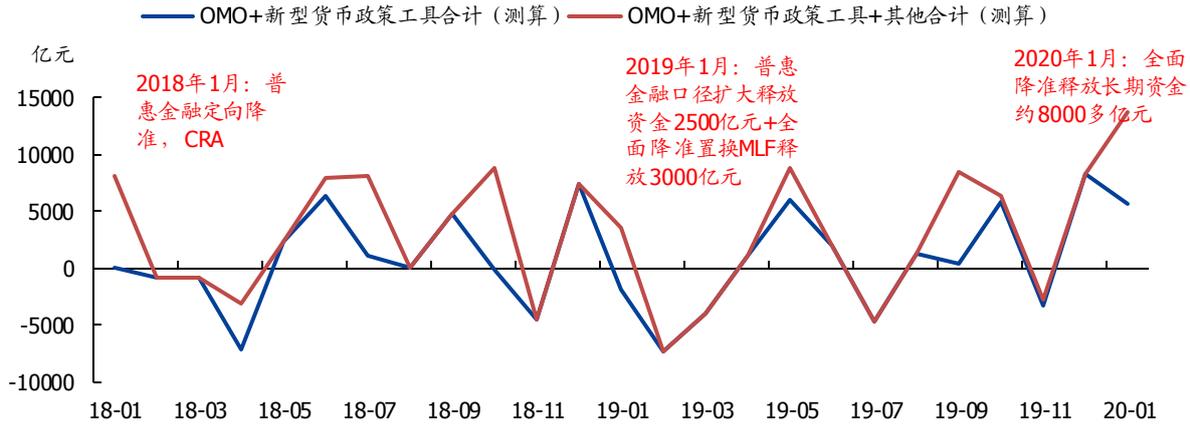
邮箱：liuxinyu@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《7指标跟踪疫情下的复工（第1期）》2020-02-16
- 2、《春天的号角—2.12政治局会议解读》2020-02-13
- 3、《疫情下通胀怎么走？——兼评1月物价》2020-02-10
- 4、《宏观专题：全面评估疫情对经济、政策、资本市场的影响》2020-02-02

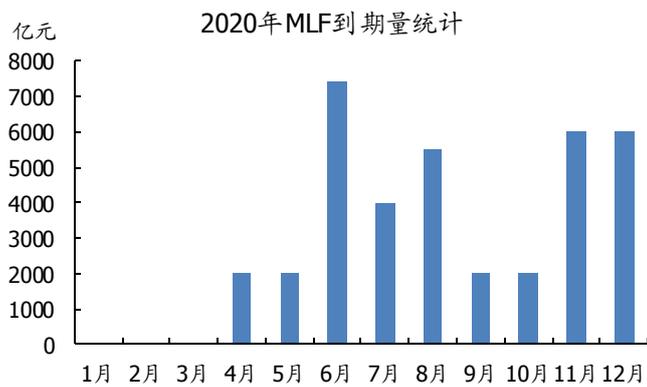


图表 1: 2019 年底 2020 年初流动性较为充裕



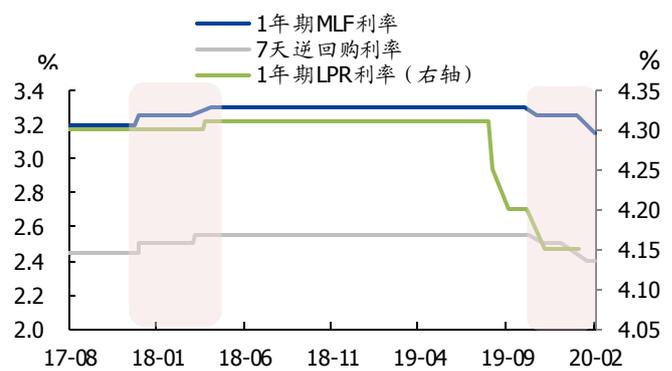
资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 此处 OMO 指公开市场操作, 包括正回购、逆回购、央票、债券等; 新型货币政策工具包括 SLO, SLF, PSL, MLF, TMLF 等。其他政策对冲包括全面降准、定向降准等。

图表 2: 二季度开始 MLF 集中到期量加大



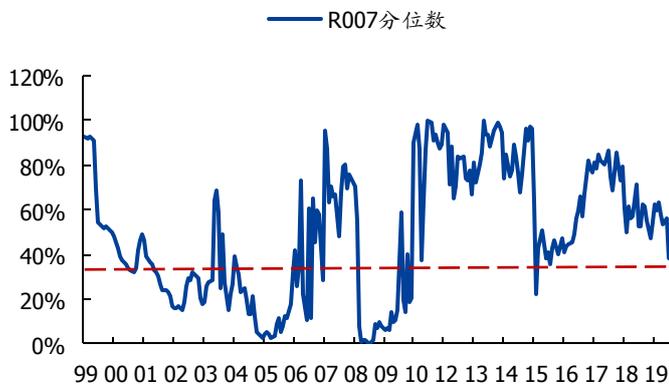
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 利率联动加强, LPR 利率也有望下调



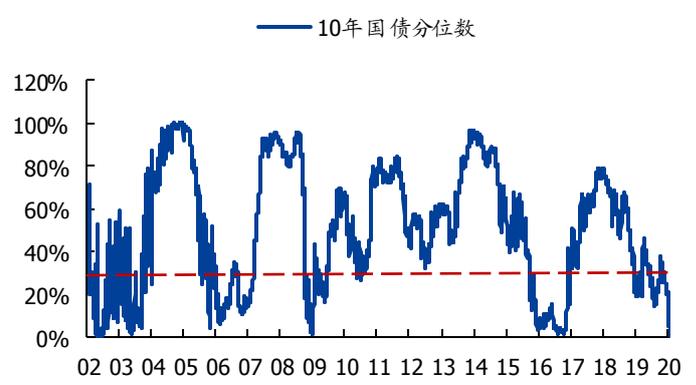
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: R007 处于 1999 年以来 38% 分位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 10 年期国债处于 2002 年以来 5% 分位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%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\\_7183](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7183)

