

降准如期落地，货币政策空间有序打开

——评新年第一天全面降准

宏观事件点评

2020年1月2日

报告摘要：

1月1日，央行宣布降准0.5个百分点

● 本次降准属于意料之内，符合我们之前预期：

我们在12月22日报告已经提出春节前多项流动性需求叠加，1月初降准是大概率。为何1月初落地？无他，居民过节取现、企业发放奖金、银行信贷冲量、地方专项债密集发行、税收缴纳高峰、逆回购密集到期，1月流动性缺口非常大，需要降准对冲。

● 单一通胀从来不是宽松的阻碍，全球宽松潮继续：

在猪肉涨价带动下，市场普遍预期1月份是CPI高点，上半年CPI也将处于高位。然而，然而，结构性通胀真的会制约货币政策吗？2015Q2货币政策执行报告早已表示，货币政策并不针对个别商品价格变化进行调整。何况当前中国物价形势是结构性通胀和工业品通缩的组合，这一组合之下，货币小幅宽松是合情合理的选项。不单是中国在宽松，我们预计2020年美联储还会继续降息1-2次，本次中国全面降准可以说标志着新一轮全球宽松潮拉开帷幕。

● 降准只是开端，货币政策空间有序打开：

既然是宽松潮，自然不会只有一次降准。央行四季度货币政策委员会例会继续强调，保持M2和社融增速与名义GDP增速相匹配。我们测算，2020年需要降准两次才能达到这一目标。此外，按照用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低的要求，我们预计2020年政策利率有20bp的下降空间，LPR有30bp的下降空间。总体看，给定财政收入增速放缓的约束，2020年财政政策空间受到一定限制，货币政策将再次成为逆周期调节的主要担当。

● 2020年，拥抱新一轮利率债牛市：

我们此前报告提出，2020年我们将迎来一个“地产萧萧下+基建款款升”的组合，总需求总体仍然偏弱。此外，LPR改革从增量蔓延到存量后，为减轻资产端利率下降对银行利润的冲击，2020年存款利率市场化也有必要提上日程，银行间市场利率中枢有望进一步下降。经济增长仍然承压，利率中枢继续下行，这两者都对利率债行情构成利好。2020年，新一轮利率债牛市可期。

● 风险提示：本周到期逆回购对冲力度低于预期、1月末TMLF不续作。

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

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

一、本次降准属于意料之内

意料之中的降准，意料之中的时点。新年第一天，央行宣布全面降准 0.5 个百分点，释放长期资金约 8000 多亿元，自 1 月 6 日起实施。我们在 12 月 22 日报告已经提出春节前多项流动性需求叠加，1 月初降准是大概率。12 月 23 日总理在成都考察时公开喊话降准，因此本次降准完全在市场的一致预期之内。值得一提的是降准时点，为何 1 月初落地？而不是 12 月落地？无他，居民过节取现、企业发放奖金、银行信贷冲量、地方专项债密集发行、税收缴纳高峰、逆回购密集到期，1 月流动性缺口非常大，需要降准对冲。

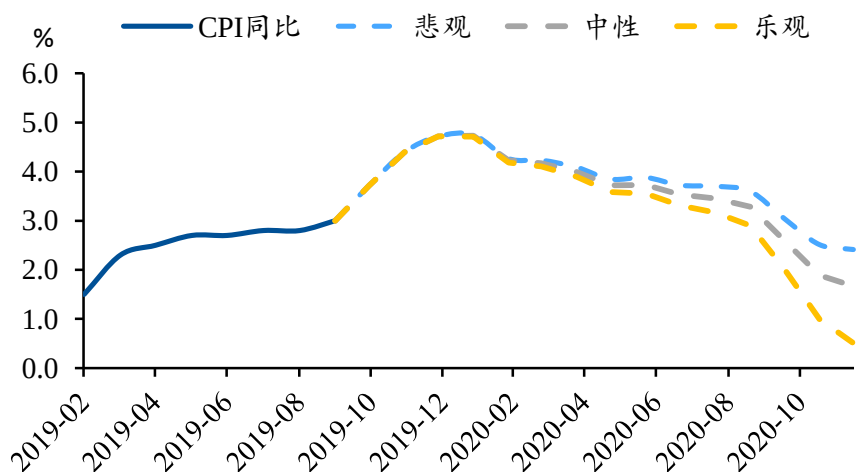
二、本次降准力度或弱于去年一月

今年 1 月流动性缺口较大，或在一定程度上稀释降准作用。1 月初央行有 6000 亿逆回购到期，在降准背景下，预计央行可能不对冲或缩量对冲这部分流动性，这意味这本次降准所能释放的流动性可能不及往期。1 月末央行有 2575 亿 TMLF 到期，届时央行如何处理这部分到期流动性将对资金面有较大影响。

三、单一通胀从来不是宽松的阻碍，全球宽松潮继续

单一通胀从来不是宽松的阻碍，全球宽松潮继续。在猪肉涨价带动下，市场普遍预期 1 月份是 CPI 高点，上半年 CPI 也将处于高位。然而，结构性通胀真的会制约货币政策吗？2015Q2 货币政策执行报告早已表示，货币政策并不针对个别商品价格变化进行调整。何况当前中国物价形势是结构性通胀和工业品通缩的组合，这一组合之下，货币小幅宽松是合情合理的选项。不单是中国在宽松，我们预计 2020 年美联储还会继续降息 1-2 次，本次中国全面降准可以说标志着新一轮全球宽松潮拉开帷幕。

图 1：猪肉上涨带来的结构性通胀难以长期持续，今年 1 月 CPI 或见顶



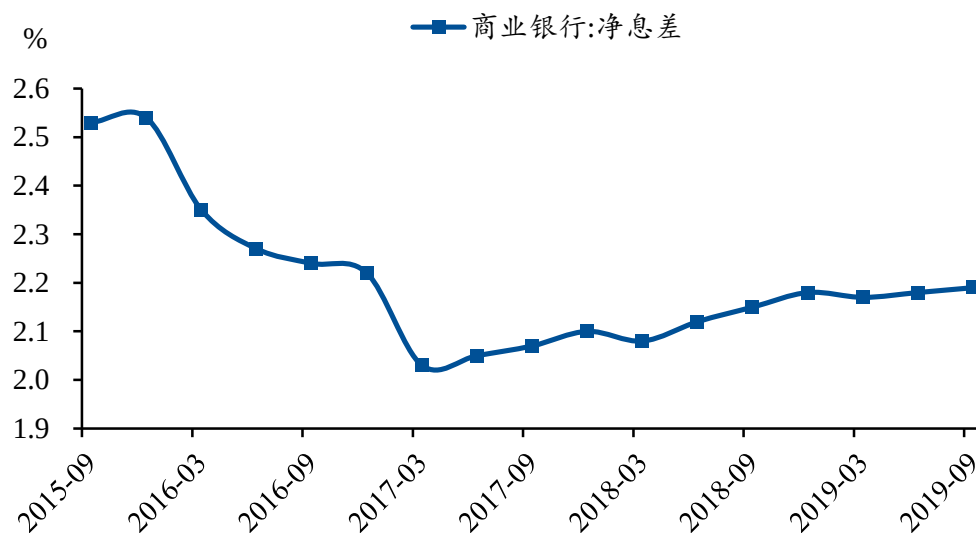
资料来源：Wind，民生证券研究院

四、降准与存量贷款并轨可起到相互配合作用

存量贷款利率并轨，银行需要进一步降低成本。上周央行公布了存量贷款利率并轨的政策，这意味着在金融支持实体经济的同时，银行利润也会有一定程度的削弱。有效降低银行负

债端成本迫在眉睫。本次降准可降低银行资金成本每年约 150 亿元，短期内可弥补由于银行净息差下降对银行利润侵蚀的效应。但长期来看，为了有效降低银行成本以保证利率市场化顺利推进，还需要出台其他政策。

图 2：存量贷款换锚或侵蚀银行利润，降准可降低银行负债端成本

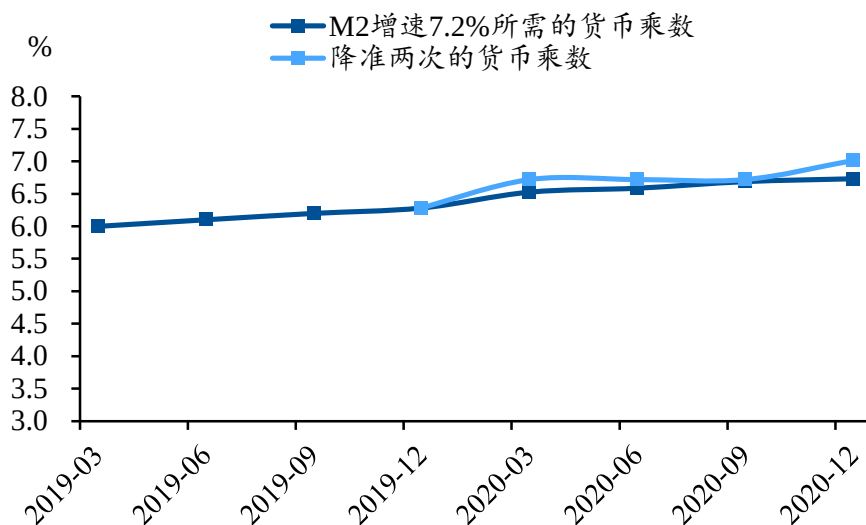


资料来源：Wind，民生证券研究院

五、降准只是开端，货币政策空间有序打开

降准只是开端，货币政策空间有序打开。既然是宽松潮，自然不会只有一次降准。央行四季度货币政策委员会例会继续强调，保持 M2 和社融增速与名义 GDP 增速相匹配。我们测算，2020 年需要降准两次才能达到这一目标。此外，按照用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低的要求，我们预计 2020 年政策利率有 20bp 的下降空间，LPR 有 30bp 的下降空间。总体看，给定财政收入增速放缓的约束，2020 年财政政策空间受到一定限制，货币政策将再次成为逆周期调节的主要担当。

图 3：2020 年需要降准两次才能满足货币供应量增长需求



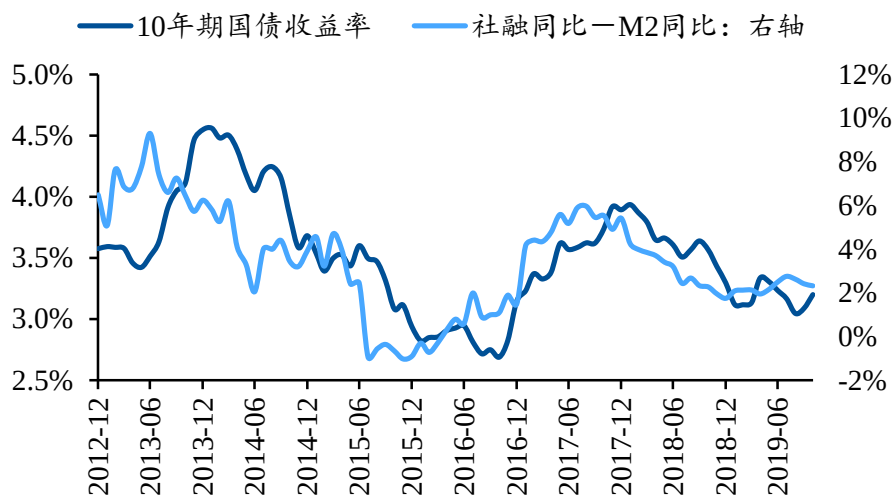
资料来源：Wind，民生证券研究院

六、为什么我们认为 2020 年会有新一轮债券牛市？

2020 年，拥抱新一轮利率债牛市。我们此前报告提出，2020 年我们将迎来一个“地产萧条+基建款款升”的组合，总需求总体仍然偏弱。此外，LPR 改革从增量蔓延到存量后，为减轻资产端利率下降对银行利润的冲击，2020 年存款利率市场化也有必要提上日程，银行间市场利率中枢有望进一步下降。经济增长仍然承压，利率中枢继续下行，这两者都对利率债行情构成利好。2020 年，新一轮利率债牛市可期。

另一方面，根据历史经验，M2 和社融的裂口是判断十年期国债利率走势的领先指标。过去几年 M2 和社融裂口产生的原因主要是金融去杠杆和实体去杠杆力度差异导致的，金融去杠杆会压缩同业负债和非银贷款降低，影响 M2；实体去杠杆会压缩表外非标，影响社融。2020 年来看，《资管新规》虽然有可能延期，但表外信贷转表内的态势会继续延续，非标规模被压缩，2020 年社融增速可能会继续走低。对 M2 而言，预计 2020 年银行同业负债和外占相对稳定，M2 增速降幅可能不及社融。预计一季度之后社融和 M2 裂口会进一步收窄，利率债有望重启下行通道。

图 4：M2 与社融裂口与国债收益率成正比，明年社融与 M2 裂口有望进一步收窄



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

本周到期逆回购对冲力度低于预期、1月末TMLF不续作。

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_8024

