

# 从金融周期的角度理解降准



报告日期： 2020年01月01日

### ★存款准备金率变动对金融周期的影响：

央行宣布从2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放长期资金约8000多亿元。央行为什么要降准，我们认为应当从金融周期的角度来考虑。对比降准发生的时点与金融周期的走势，可以发现从2008年到2018年之前，当降准周期开启一个季度左右，国内的金融周期就会进入到上行阶段。而当存款准备金率上调之后，金融后期就进入下行阶段。显然存款准备金率对金融周期的拐点有较大的影响。

### ★2018年之后的变化：

在2018年4月份央行再次开启降准周期之后，一直到2019年初金融周期才再次开始上行。出现这种情况与资管新政有关，非标融资的收紧导致了当年企业的债务增量占GDP的比值只有10%左右，远低于过去10年的波动区间。而且，即便经过2019年的宽松，国内私人非金融部门的年度债务增量相对GDP仍然处于较低水平。在这种情况下，为了企业债务融资的进一步回升，金融周期继续上行，央行宣布降准。

### ★持续降准可能性较低，国债利率震荡上行概率较高：

我们认为，随着非标融资收缩的进一步放缓，未来持续降准的可能性不大。我们维持此前的观点：2019年国内是金融周期上行，经济周期下行；2020年国内大概率金融周期和经济周期都上行。随着名义经济增长的回升，进一步降低了未来货币政策宽松(包括降准)的概率。因此，短期国债走势或偏强，中期来看，国债利率上行的概率仍然较高。

### ★风险提示：

货币政策宽松幅度超预期。

刘鸿 资深分析师(宏观、国债)  
从业资格号： F3034263  
投资咨询号： Z0014507  
Tel: 8621-63325888-4110  
Email: [hong.liu@orientfutures.com](mailto:hong.liu@orientfutures.com)

## 目录

1、存款准备金率对金融周期的影响.....	4
2、降准对于国债利率的影响.....	6
3、风险提示.....	8

## 图表目录

图表 1: 存款准备金率与金融周期.....	4
图表 2: 存款准备金率与社融增量.....	5
图表 3: 非金融企业的债务增量有继续扩张的空间.....	6
图表 4: 非标融资收缩的放缓带来整体信用的宽松.....	6
图表 5: 金融周期和经济周期都上行阶段, 国债利率大概率上行.....	7
图表 6: 降准对国债形成利多, 但是随着金融周期的继续上行, 持续降准概率下降.....	7

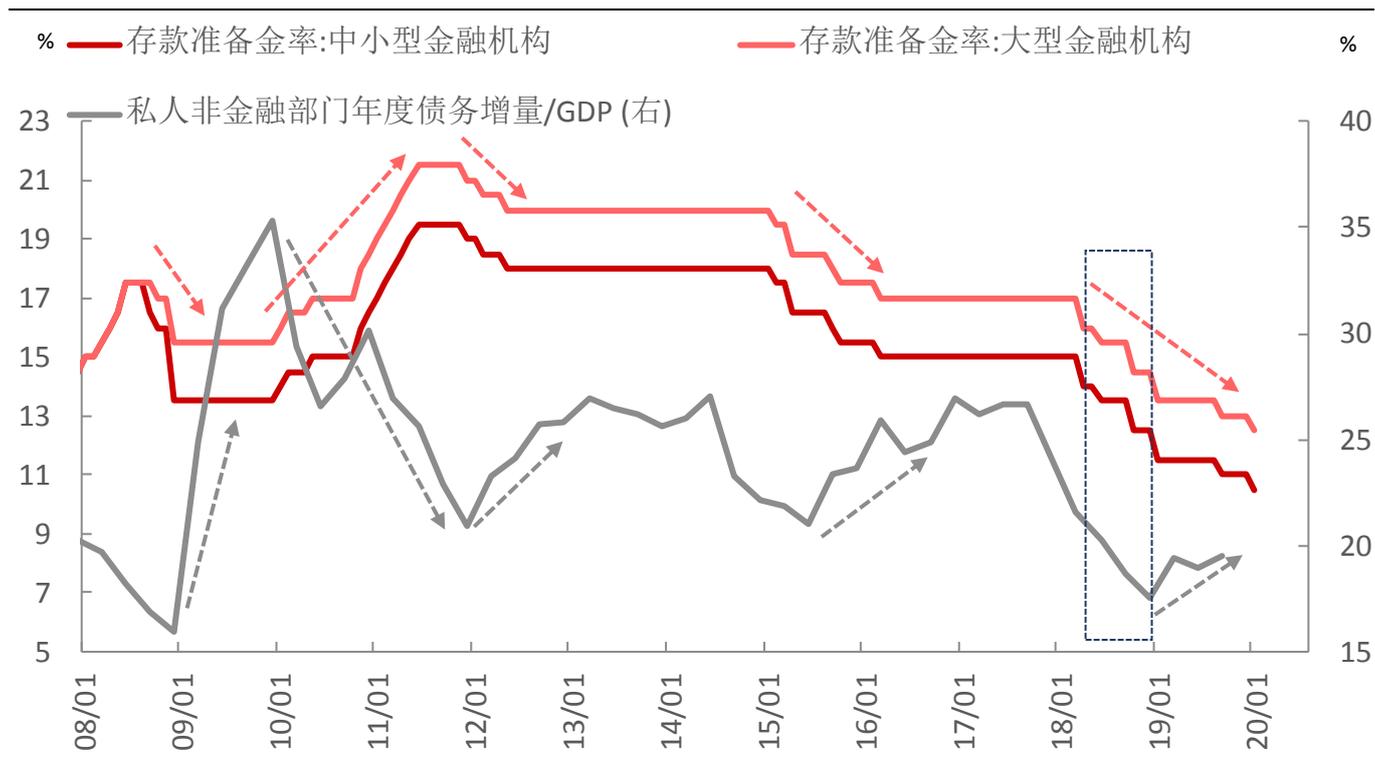
## 1、存款准备金率对金融周期的影响

央行在2020年1月1日宣布从2020年1月6日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）。有关负责人表示，此次降准是全面降准，体现了逆周期调节，释放长期资金约8000多亿元。央行为什么要降准，此后是否会继续降准，我们认为应当从金融周期的角度来考虑。

我们在此前的报告中指出，用一个经济体私人非金融部门的年度债务增量与GDP的比值来衡量金融周期（详细分析参见报告《超越美林时钟》与《从金融周期回升到经济周期回升》）。本质上，我们定义的金融周期反映了经济体资产负债表扩张的速度，与一般意义上的信用扩张较为接近。对于中国来说，金融周期对名义经济增长有较大的影响，前者的周期拐点领先后者的周期拐点两个季度左右。

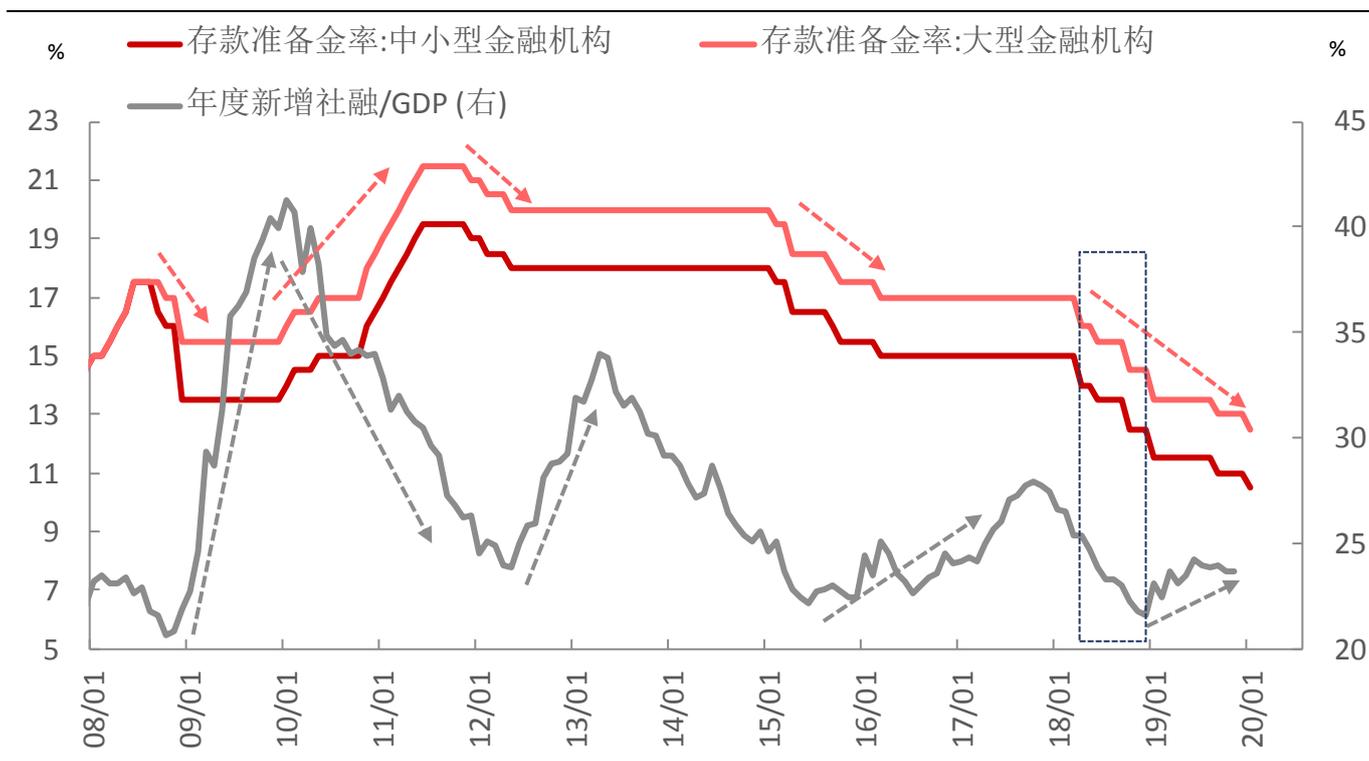
对比降准发生的时点与金融周期的走势，可以发现从2008年到2018年之前，当降准周期开启一个季度左右，国内的金融周期就会进入到上行阶段。而当存款准备金率上调之后，金融后期就进入下行阶段。显然存款准备金率对金融周期的拐点有较大的影响。

图表1：存款准备金率与金融周期



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表 2: 存款准备金率与社融增量



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

如果我们以年度社融增量/GDP 来衡量信用宽松程度的变化, 也可以得到类似的结果。但是在 2018 年 4 月份央行再次开启降准周期之后, 一直到 2019 年初, 也就是超过半年之后, 金融周期才再次开始上行, 信用才再次开始宽松。而且, 即便经过 2019 年的宽松, 国内私人非金融部门的年度债务增量相对 GDP 仍然处于较低水平。

私人非金融部门包括非金融企业和居民。我们进一步看每个月部门的债务增量, 可以发现 2018 年金融周期的下行(即私人非金融部门年度债务增量/GDP)主要来自于非金融企业。央行在 2018 年 4 月份降准之后, 直到 2019 年非金融企业的债务融资才开始回升。而居民部门的债务增量变化幅度相对较小。企业债务融资在 2018 年大幅回落与资管新政有关, 非标融资的收紧导致了当年企业的债务增量占 GDP 的比值只有 10%左右, 远低于过去 10 年的波动区间。这种政策的因素导致了即便央行连续降准, 2018 年信用仍然难以宽松。

2019 年非标融资收缩的幅度放缓, 在其他途径的融资整体稳定的情况下, 这带来了信用的宽松以及金融周期的上行。但是, 在经历了一年的时间之后, 整体上行的幅度仍然有限。在这种情况下, 央行的降准周期继续推进。当然, 我们不否认 2020 年 1 月份的降准与对冲阶段性流动性偏紧有关, 但是最核心的因素仍然是促进金融周期的上行, 信用的宽松。

图表 3: 非金融企业的债务增量有继续扩张的空间



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 4: 非标融资收缩的放缓带来整体信用的宽松

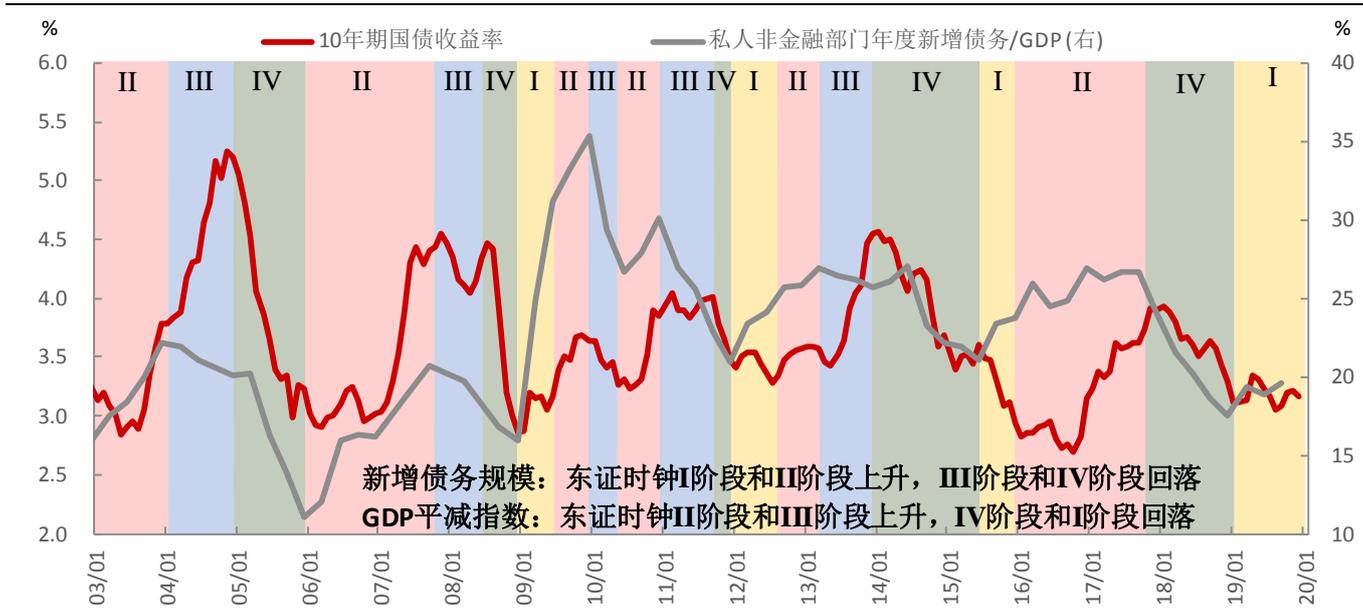


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

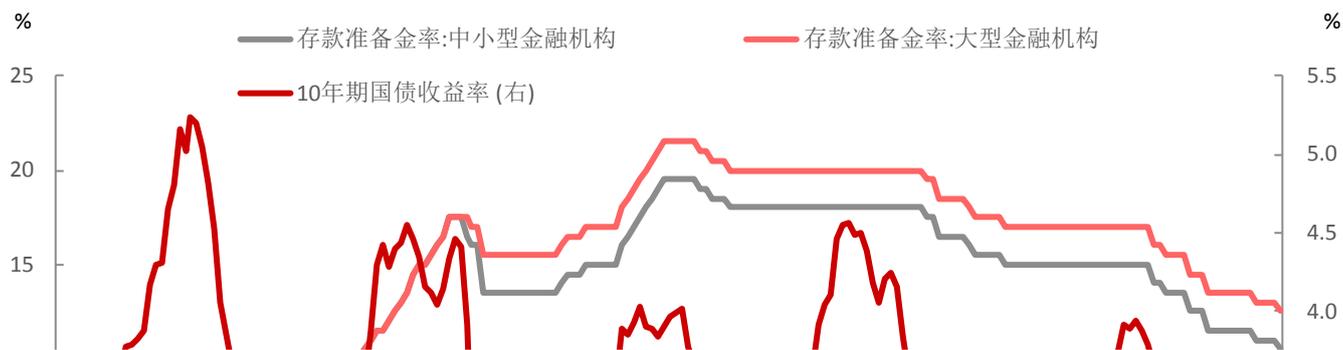
因此, 未来是否还会有更多的降准, 这很大程度上与金融周期能否继续上行、信用能否继续宽松有关, 特别是非金融企业的年度债务融资占 GDP 的比例能否回升到过去 10 年的波动区间。我们认为, 随着非标融资收缩的进一步放缓, 未来持续降准的可能性不大。

## 2、降准对于国债利率的影响

降准带来流动性的宽松, 对国债形成利多。这是过去一段时间国债走势偏强的原因。但是如我们此前的分析, 2019 年国内是金融周期上行, 经济周期下行; 2020 年国内大概率金融周期和经济周期都上行。从我们前面的分析来看, 金融周期的上行本身就意味这未来持续降准的概率不高。随着名义经济增长的回升, 进一步降低了未来降准的概率。因此, 短期国债走势或偏强, 中期来看, 国债利率上行的概率仍然较高。

**图表 5: 金融周期和经济周期都上行阶段, 国债利率大概率上行**


资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

**图表 6: 降准对国债形成利多, 但是随着金融周期的继续上行, 持续降准概率下降**


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\\_8040](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8040)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>