

宏观点评

如期降准了，“降息”呢？大类资产怎么走？

事件：央行定于2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。

1、本次降准印证了我们9月初以来的判断，旨在稳资金面、稳增长和降成本。9月6日“全面+定向”降准后我们持续提示后续大概率再降准一次，最快在2019年底2020年初。面对年初资金需求，降成本、稳增长诉求，央行此时再降准凸显逆周期调节。据央行公告，本次降准释放长期资金约8000亿，其中仅在省级行政区域内经营的城商行等中小银行¹获得资金1200多亿。

2、有了OMO、MLF加量、新开TMLF等工具，为什么还要选择降准？据此前报告《明年Q1前可能再“降息”降准一下调14天OMO利率点评》测算，2020年初流动性缺口预计超过2万亿，主因元旦后春节前企业、居民、政府、银行间四重流动性需求加大，再叠加2020年与往年不同的情况是经济下行压力加大、专项债扩容并提前下达额度，更需要降准“降息”支持。事实上，近些年央行采取了OMO和MLF之外的众多措施以维持年初流动性的合理充裕，比如2017年1月采取临时流动性便利（TLF），2018年1月普惠金融定向降准全面实施，以及期限为30天的临时准备金动用安排（CRA），2019年1月普惠金融口径扩大释放资金2500亿元，全面降准置换MLF释放3000亿元。对比测算表明，近两年年初央行用“OMO+新型货币政策工具合计”之外的其他方式补充的流动性较多。

3、货币政策精准发力，对经济各部门有何影响？

1) 政府、制造业、小微企业三方降成本：一是降低Q1政府发债和隐性债务置换成本。二是降准扩充了金融机构的资金来源和银行使用资金的空间，配合利率定价基准转换新政（详见《利率定价都盯LPR，对银行、企业、个人有何影响？》），有利于进一步引导LPR下降，从而降低企业融资成本，特别是基建、制造业等中长期贷款有望更受益。三是降低小微、民营企业融资成本。12月12日国常会提出“2020年实现普惠小微贷款综合融资成本再降0.5个百分点”，12月24日国务院发布《进一步做好稳就业工作的意见》，提出“落实普惠金融定向降准政策，释放的资金重点支持民营企业和小微企业融资”。随着银行普惠金融领域贷款的增加，根据普惠金融定向降准动态调整之后的降准幅度将大于0.5个百分点，继续推动缓解小微企业融资问题。
2) 房地产：“房住不炒”基调下，房贷额度仍受管控，预计难以大幅提振地产。我们继续提示，房地产调控总基调严中有松，各地差异化松动可期。
3) 银行：降准为银行资产负债配置释放了更大空间，有助于降低LPR换锚对净息差的负面冲击，从而提升LPR实际执行效果。

4、历次降准后股票、债券怎么走？以08年以来历次降准为例，降准之后股票的长期表现通常好于短期，大小盘基本同期反映，其中小盘股表现略占优；与股市相比，债券收益率似乎更能在降准前纳入一定预期（price in），表现为降准前一周债券收益率提前下跌，降准落地后下行空间受限，不过，这一规律在2019年之后表现不显著。总体看，降准利好股债，但股好于债。具体到当前，考虑到经济有阶段性企稳迹象、中美冲突步入缓和期、Q1地方专项债提前发放等因素，预计短期内权益市场风险偏好有望显著抬升。

5、稳增长和降成本实属硬要求，还可能再降准但空间有限，“降息”则是大概率。降准方面，本次降完之后我国大型和中小型存款类金融机构的存款准备金率分别为12.5%和10.5%，已比较接近美国和欧洲的12%的水平（这也是19年3月以来易纲行长反复提及的我国降准空间不大的逻辑），由此看再降准大概率还会有，但幅度受限；降息方面，中短期看，春节前央行如果再操作TMLF，其利率大概率跟随下调，MLF可能继续放量续作；展望2020年全年，MLF利率预计至少调降1-2次，最快二三月份（届时CPI高点已过、联储降息预期可能升温），累计至少降10-20BP，同时OMO利率也有望下调，进而共同引导LPR下降。

风险提示：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、《利率定价都盯LPR，对银行、企业、个人有何影响？》2019-12-29
- 2、《明年Q1前可能再“降息”降准一下调14天OMO利率点评》2019-12-18
- 3、《明年政策怎么看？—逐句解读中央经济工作会议》2019-12-13
- 4、《月内三度“降息”，后续还会怎么降？》2019-11-20
- 5、《央行三季度货币政策报告的7大信号》2019-11-16
- 6、《“降息”有何真意思？还会再降么？》2019-11-06
- 7、《LPR报价再下的5大信号》2019-09-20
- 8、《还有下次降准么？利率呢？》2019-09-06
- 9、《LPR仅降6BP和央行吹风会怎么看？》2019-08-21
- 10、《不是降息的降息，新LPR的定与不定》2019-08-18

¹ 此处指仅在省级行政区域内经营的城市商业银行、服务县域的农村商业银行、农村合作银行、农村信用合作社和村镇银行等中小银行。



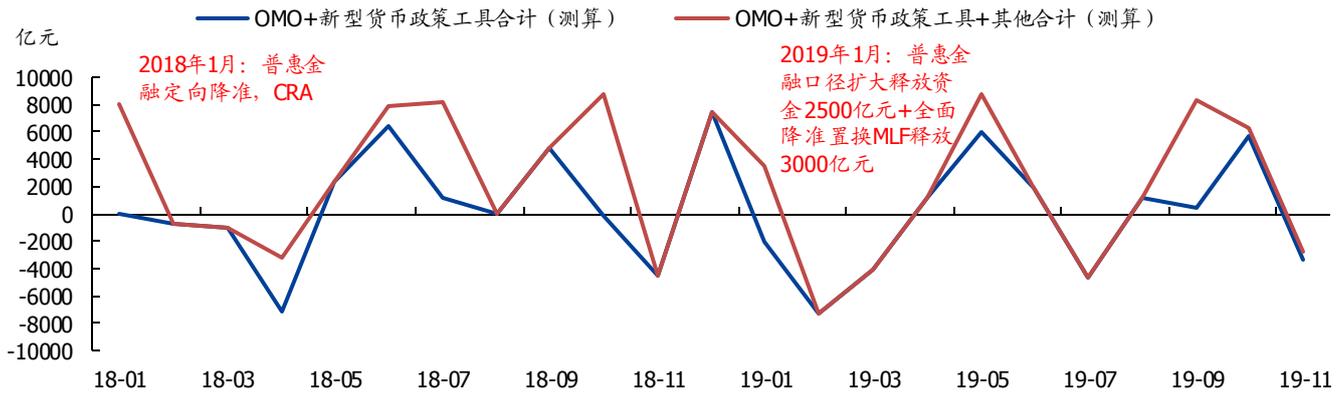
图表 1: 历次降准之后我国股债走势

降准时间	观察期	上证综指 涨跌幅 (%)	沪深 300 涨跌幅 (%)	创业板指数 涨跌幅 (%)	10Y 国债收益率 (BP)	10Y 国开债收益 率 (BP)
2008-09-25	前一周	21.19	17.28	—	1.56	-11.36
	后一周	-5.39	-4.27	—	-4.67	9.54
	后一个月	-24.99	-25.58	—	-57.54	-64.02
	后三个月	-18.88	-15.13	—	-102.31	-119.67
2008-10-15	前一周	-4.66	-5.36	—	-24.37	-19.29
	后一周	-4.96	-4.23	—	8.60	1.77
	后一个月	-0.41	1.53	—	-15.80	-39.72
	后三个月	-6.58	-1.99	—	-28.05	-57.33
2008-12-05	前一周	7.88	10.01	—	-8.44	-5.40
	后一周	-3.19	-2.62	—	1.76	11.00
	后一个月	-6.83	-6.47	—	-19.59	-14.36
	后三个月	10.03	14.49	—	32.49	43.43
2008-12-25	前一周	-8.10	-8.52	—	0.04	5.87
	后一周	1.53	0.65	—	0.55	-4.07
	后一个月	8.60	9.96	—	33.21	30.34
	后三个月	23.71	28.36	—	42.50	54.84
2011-12-05	前一周	-2.09	-2.02	-8.58	-19.82	-25.56
	后一周	-1.79	-1.73	-0.21	5.07	-0.09
	后一个月	-7.02	-8.83	-10.77	-0.25	-4.73
	后三个月	4.79	5.60	-4.18	11.94	16.85
2012-02-24	前一周	3.50	4.37	6.20	-1.97	2.38
	后一周	0.86	1.21	-0.61	4.52	5.82
	后一个月	-3.65	-3.50	-3.29	0.83	15.35
	后三个月	-3.63	-1.99	-6.52	-15.45	-4.57
2012-05-18	前一周	-2.11	-2.39	-2.06	-12.93	-21.09
	后一周	-0.47	-0.03	-0.49	-5.95	-7.05
	后一个月	-1.21	0.28	6.62	4.93	4.53
	后三个月	-9.91	-9.88	2.45	-1.47	3.75
2015-02-05	前一周	-3.86	-3.30	3.68	-9.48	-14.98
	后一周	1.18	2.26	0.82	-1.53	1.02
	后一个月	5.29	5.07	12.40	9.04	11.92
	后三个月	34.84	35.24	60.43	5.42	12.91
2015-04-20	前一周	2.31	2.28	-5.93	-21.31	-19.73
	后一周	7.36	6.32	13.31	-6.02	-17.12
	后一个月	5.44	5.15	40.47	-2.72	-0.57
	后三个月	-5.33	-7.99	17.46	4.55	4.07
2015-09-06	前一周	-3.92	-3.45	-5.18	-6.00	-2.86
	后一周	1.12	0.94	0.67	1.00	1.67
	后一个月	2.04	1.42	15.67	-7.94	-7.35
	后三个月	14.82	13.45	44.61	-29.23	-37.72
2015-10-24	前一周	0.62	1.05	3.65	-8.16	-9.49

	后一周	-0.88	-1.04	-2.37	2.00	-5.98
	后一个月	5.80	5.10	9.15	9.02	3.53
	后三个月	-15.59	-13.72	-16.78	-24.86	-43.21
2016-03-01	前一周	-5.86	-5.14	-12.77	0.76	2.83
	后一周	6.15	6.04	3.48	8.25	7.64
	后一个月	9.91	9.81	15.68	-1.08	6.28
	后三个月	3.27	4.64	6.39	12.49	16.54
2018-04-25	前一周	0.86	1.66	-0.16	11.05	7.24
	后一周	-1.18	-1.70	-0.98	5.47	8.78
	后一个月	0.75	-0.32	-0.82	0.08	1.88
	后三个月	-6.81	-6.45	-10.43	-5.03	-21.34
2018-07-05	前一周	-1.90	-2.37	-0.71	-2.99	-15.86
	后一周	3.80	4.15	5.35	1.53	0.39
	后一个月	-1.05	-2.07	-5.99	-4.37	-9.48
	后三个月	-0.64	-1.54	-11.68	11.50	4.20
2018-10-15	前一周	-5.46	-5.00	-7.64	-2.98	-1.48
	后一周	3.38	4.60	5.18	0.53	-2.47
	后一个月	2.50	2.51	10.84	-16.39	-17.37
	后三个月	-1.26	-1.88	-0.34	-45.60	-62.93
2019-01-15	前一周	1.74	2.63	0.22	1.72	8.97
	后一周	0.36	0.49	-1.11	-3.12	1.50
	后一个月	5.81	8.76	7.55	-6.57	1.52
	后三个月	23.63	27.10	31.64	23.53	29.86
2019-01-25	前一周	0.22	0.51	-0.32	4.88	8.50
	后一周	0.63	1.98	0.46	-3.66	-7.24
	后一个月	13.82	17.11	21.40	3.89	5.02
	后三个月	20.07	23.78	31.96	27.95	22.66
2019-09-16	前一周	0.20	-0.38	-1.09	6.76	9.97
	后一周	-1.77	-1.69	-1.75	0.79	-4.46
	后一个月	-1.72	-0.89	-3.38	7.67	2.06
	后三个月	-1.53	0.75	3.85	9.28	4.46

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算注: 创业板数据从2010年6月1日开始; 观察期的计算中, “后一周、后一个月、后三个月”分别以降准日加7天、30天、90天近似计算, 若对应日期没有数据, 则后延至有数据日作为近似替代; “前一周”为降准日减7天近似计算, 若对应日期没有数据, 则倒推至有数据日作为近似替代。此外, 需要注意的是, 对于两次降准相隔月份数在3月以内的情况, “后三个月”的大类资产表现应是也隐含了下一次降准的影响, 分析时应予以考虑。

图表 2: 央行净投放流动性测算



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算 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。

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_8042



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>