预计降准将在 1 月初落地，缓解流动性风险

——宏观观察专题报告

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 宏观组
研究员
徐闻宇
☎ 021-60827991
✉ xuwenyu@htfc.com
从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454

联系人
吴嘉颖
☎ 021-60827995
✉ wujiaying@htfc.com
从业资格号：F3064604

宏观摘要：

由于近期降准信号频出，市场对降准已有预期。随着上周央行实施了存量贷款的利率锚改革，我们预计降准政策将会在元旦前后发出，为全面降准组合定向降准同步进行，将会在 1 月和 2 月逐步实施完成。此次降准主要帮助扩张信用及对冲 1 月流动性缺口，进行宏观逆周期调节。

明年 1 月主要流动性缺口是由于专项债提前发行、年初企业缴税高峰、春节提前导致现金取款需求上升叠加公开市场到期（约 8575 亿）。同时预计 2020 年第一季度信贷出现较大宽松，社融超预期上升。

市场影响：

2014 年以来的 15 次降准中，有 8 次为单纯的定向降准，而剩余 7 次则为全面降准或全面与定向相结合的降准。由于全面降准在释放资金的同时代表宽松的货币政策，所以一般来说会给市场带来积极信号，为股市带来利好消息。1）股市：当央行公布单纯的定向降准后，上证综指涨跌不一，但在实施定向降准后的 1 天、5 天、20 天中，上证综指普遍呈现下降趋势。2）债市：定向降准对国债的影响不明确，有涨有跌。再观察全面降准或全面加定向降准对金融市场的影响。可以发现，全面降准实施后，上证综指整体呈现上涨趋势，2 年国债收益率也多数呈现上涨趋势，而对长期 10 年国债收益率影响不明，下跌略多于上涨。

相关研究：

影响铝价格的宏观因素
——商品供需的宏观逻辑（一）
2019-11-08

当前对于中美周期的市场关注点
——宏观点睛系列（七）
2019-05-22

现阶段我们怎么看螺纹
——宏观看商品（四）
2018-08-22

美联储加息前瞻
——宏观看商品（三）
2018-08-21

信贷的传导途径
——宏观看商品（二）
2018-03-21

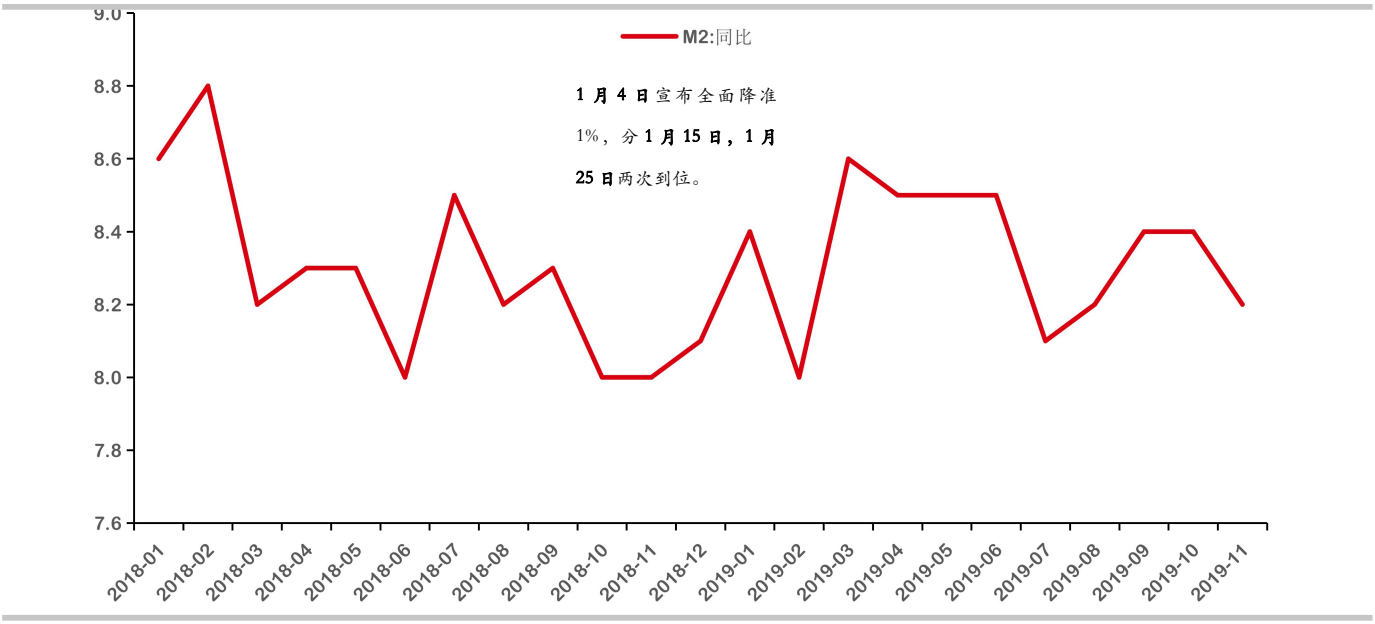
商品的全面调整风险
——宏观看商品（一）
2018-03-20

2020 年初预期降准的合理性

12 月上旬召开的中央经济工作会议中为 2020 年货币政策定下基调——稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。**给出市场积极地降准、降息信号，填补明年年初的流动性缺口，解决社会融资成本问题。**

同时，12 月 23 日下午，中共中央政治局常委、国务院总理李克强在考察成都银行自贸区支行时，当场答应银行负责人提出的三点“愿望”，表示国家将进一步研究采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种措施，帮助缓解小微企业融资难融资贵问题。**为降准预期又带来一剂强心剂，市场普遍认为近期降准板上钉钉。**

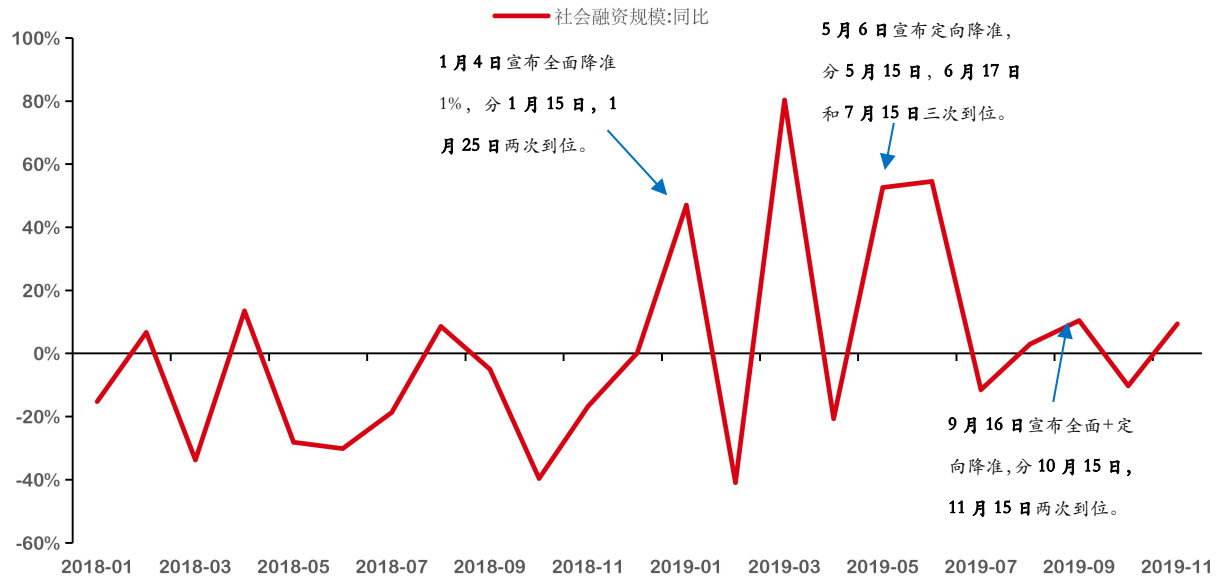
图 1： 中国 M2 同比（%）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

根据第三季度央行货币政策执行报告，稳健的货币政策的目标是“M2 和社会融资规模增速与第三季度名义 GDP 增速基本匹配并略高”，所以我们对 M2 和社融数据进行观察监测，并结合 2019 年已经发生的三次降准作出分析。根据图一 M2 同比增速可知，2019 年 1 月与 9 月的两次全面降准前一至两个月，M2 同比均接近或低于 8.2%的水平。而 11 月我国 M2 余额达到 196.14 万亿元，同比增长 8.2%，较上月回落 0.2%。**由于近年来 M2 同比增速指标在我国货币政策操作中的指导性意义加强，我们认为央行将在 1 月初开启全面降准。**接着，根据图二社融同比增速可知，2019 年三次降准公告宣布当月社融基本都处于高位增长中，而在前一个月社融同比增长水平均处于相对低位。**因此目前无法根据 11 月社融水平判断降准是否将在 2020 年 1 月如期而至。但考虑到 2020 年是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，央行将会采用多种宽信用手段进行逆周期调节。**

图 2： 中国社会融资规模同比（%）

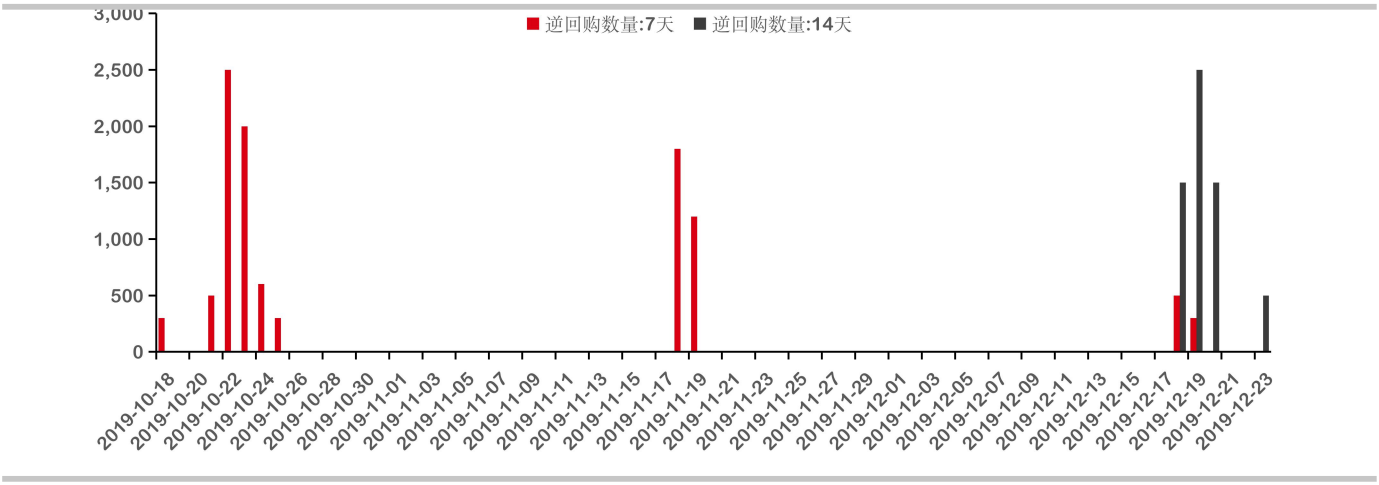


数据来源：Wind 华泰期货研究院

2020 年第一季度流动性评估

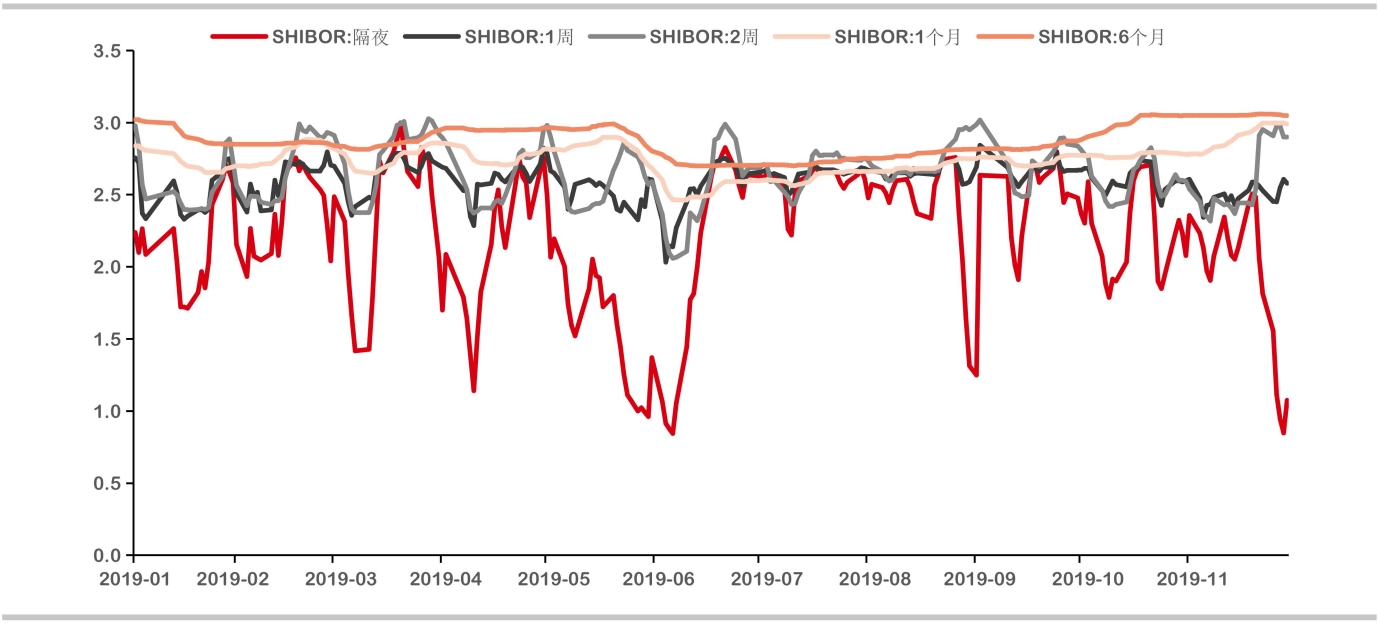
由于 2019 年 12 月 18 日起连续四个工作日开启逆回购操作为市场注入流动性保证跨年流动性充足，且四次逆回购中均含有期限较长的 14 天逆回购，所以年底流动性仍然宽裕。同时观察拆借市场利率可知，利率呈现一定程度的分化。隔夜利率大幅下降，一周利率基本平稳，显示出 19 年底货币市场流动性仍然充裕；但 14 天利率与一个月利率近日走高，体现出市场对明年 1 月流动性紧缩的担忧。**中国央行 2020 年第一季度尤其是 1 月流动性缺口增大，主要受春节提前、专项债提前发行、货币工具到期以及年初缴税高峰等影响。**

图 3： 7 天与 14 天逆回购数量（亿元）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 4： SHIBOR 利率（%）

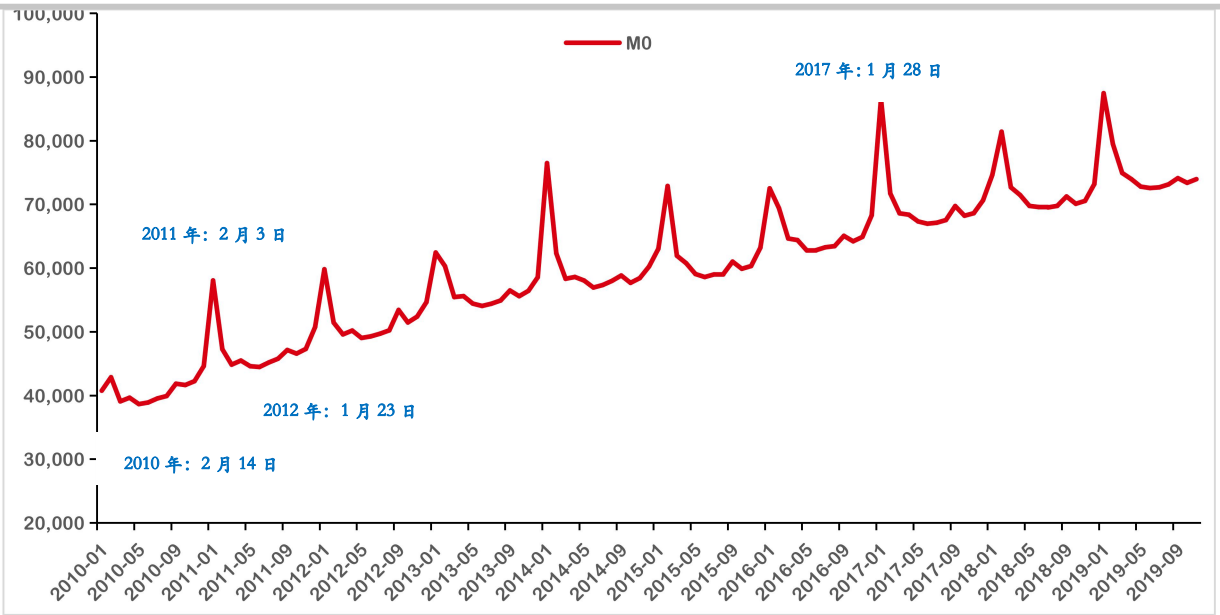


数据来源：Wind 华泰期货研究院

由于 2020 年春节与往年比较早一些，在 1 月 25 日，而春节期间民众对流动现金的需求往往较大，因此会对 1 月末的流动性产生一定冲击。对比图 5 往年春节的具体日期与 M0 的需求变动可以发现二者存在明显的相关性。**总体来说，每年 1 月与 2 月的 M0 值波动最大，流动性需求最高，**当春节出现在 1 月或者 2 月上旬时，1 月的现金需求最高；而当春节出现在 2 月中下旬时，2 月的现金需求最高。2020 年春节与 2012 年、2014 年和 2017 年较为接近，**我们预测 1 月份 M0 规模增量应超过 1.6 万亿元。**

为了面对 2020 年经济下行压力，展开积极的财政政策，2019 年 11 月 28 日财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿。将于元旦后 1 月 2 日开启首批发行，相比去年同期增加 1900 亿。**专项债开始发行招标后将对银行流动性产生较大压力，使 1 月流动性缺口增大。**

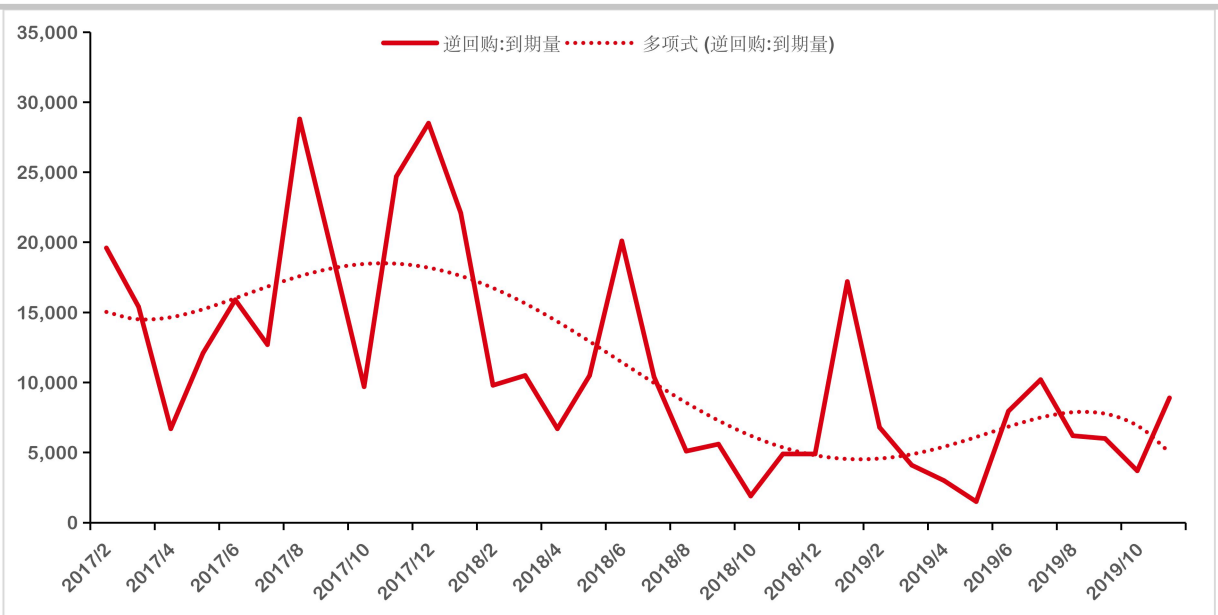
图 5： 中国 M0 当月值（亿元）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

2020 年 1 月资金自然到期压力尚可。2020 年 1 月公开市场操作到期资金总额为 8575 亿元，其中 14 天逆回购到期占 6000 亿元，TMLF 到期占 2575 亿元，无 MLF 和国库现金定存到期。**虽然总数略高于 2019 年 12 月的到期规模，但是与往年相比（图 6），远低于 2017 年以来的逆回购到期水平。**2018 年 1 月逆回购到期 22100 亿元，2019 年 1 月到期 17200 亿元。**与此同时，央行还会在明年 1 月续作或加量已到期的逆回购，以对冲这部分流动性缺口。**

图 6: 中国每月逆回购到期额（亿元）

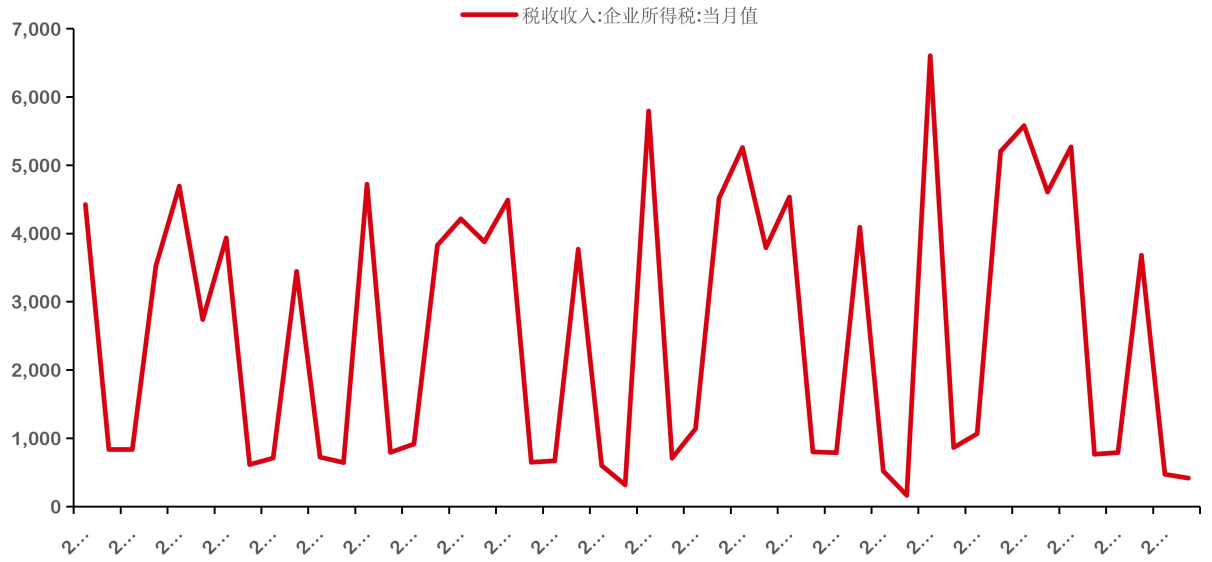


数据来源：Wind 华泰期货研究院

1 月为一年中最大的企业所得税缴税月，对流动性造成一定压力。一般企业缴纳所得税都在下个季度的第一个月份缴纳，而 1 月作为企业第四季度缴纳所得税的月份，受到企业年末冲刺业绩的影响，通常为一年中税收收入最规模最高的月份。

2020 年 1 月由于多种因素叠加原因，货币市场流动性相对紧张，需要央行多种降息降准及公开市场操作手段帮助对冲流动性压力。

图 7: 企业所得税税收收入当月值（亿元）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

降准的目的及影响

我们认为本次降准可以帮助逆周期调节带动中国经济早日回暖，但是能力有限。其主要目的是为了释放更多流动货币来对冲 2020 年 1 月的流动性紧缩，以及帮助信贷宽松，预计明年第一季度将出现社融超预期上升。

此外，我们对比了自 2014 年以来的 15 次降准对上证综指以及 2 年与 10 年国债收益率的影响，试图找出相应结论以判断此次降准对股市及债市的影响。

在这 15 次降准中，有 8 次为单纯的定向降准，而剩余 7 次则为全面降准或全面与定向相结合的降准。我们观察降准公布后和降准实施后 1 天，5 天，20 天内上证综指，2 年国债和 10 年国债收益率的变化情况。根据表一观察可知，当央行公布单纯的定向降准后，上证综指涨跌不一，**但在实施定向降准后的 1 天、5 天、20 天中，上证综指普遍呈现下降趋势。而定向降准对国债的影响不明确，有涨有跌。**再观察全面降准或全面加定向降准对金融市场的影响。可以发现，**全面降准实施后，上证综指整体呈现上涨趋势，2 年国债收益率也多数呈现上涨趋势，而对长期 10 年国债收益率影响不明，下跌略多于上涨。**

由于全面降准在释放资金的同时代表宽松的货币政策，所以一般来说会给市场带来积极信号，为股市带来利好消息。

表 1：2014 年以来降准对股市、债市的影响（变化%）

公布降准时间 实施降准时间	1 天上证综指%	5 天上证综指%	20 天上证综指%	1 天 2Y 国债收益率%	5 天 2Y 国债收益率%	20 天 2Y 国债收益率%	1 天 10Y 国债收益率%	5 天 10Y 国债收益率%	20 天 10Y 国债收益率%
2014.4.22	-0.26%	-2.53%	-2.49%	0.63%	0.64%	-0.47%	0.70%	0.48%	-2.85%
2014.4.25 定向	-1.62%	-0.42%	-0.10%	0.15%	0.01%	-0.24%	0.02%	-0.67%	-3.74%

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_8085