

宏观观点评

明年 Q1 前可能再“降息”降准一下调 14 天 OMO 利率点评

事件：12月18日，央行公开市场开展 500 亿元 7 天期和 1500 亿元 14 天期逆回购操作，净投放 2000 亿元。其中 7 天期逆回购中标利率 2.50%，持平上次；14 天期逆回购中标利率 2.65%，下行 5BP。

1、2016 年 2 月以来央行再降 14 天逆回购利率，属于近期“降息”操作的延续。11 月以来，MLF、7 天逆回购、LPR 利率相继下降 5BP，体现了利率间联动加强，并反映央行对冲缴款缴税、维持流动性宽裕、降成本、稳增长等诉求。就 OMO 利率本身而言，2017 年来，14 天逆回购利率与 7 天逆回购利率利差长期稳定在 15BP，28D 与 7D 稳定在 30BP，因此，本次 14 天逆回购利率下调，其实是跟随了 11 月 18 日 7 天逆回购利率的下调。

2、后续再降准“降息”可期，最早很可能在明年 1 季度之前，主因有二：

一方面，年底年初资金面紧张，明年初流动性缺口可能超过 2 万亿元。

- **12 月中上旬货币市场利率多数上行。**年关将至，流动性存在季节压力。一方面，跨年期间银行间资金需求加大，各家银行面临年末 MPA 考核，融出资金意愿下降，从而加剧了非银机构的资金紧张。另一方面，超储率维持低位，银行对央行基础货币投放依赖增加。数据显示，12 月中上旬各期限 Shibor，R007，3M 同业存单发行利率均不同程度走高。
- **明年初流动性缺口可能超过 2 万亿元。**元旦后春节前企业、居民、政府、银行间四重压力导致流动性缺口加大。其一，通常春节前企业加速回款，发年终奖，进行年终决算等增加资金需求；其二，居民在春节前会增加现金需求。据我们测算，2015-2019 年春节前月份（月底过春节即算当月值，月初过春节算上月值）M0 环比平均增加 1.2 万亿（详见附表 6）。2020 年是 1 月 25 日过春节，因此明年 1 月现金需求将显著增加。其三，通常季初年初财政存款将季节性增长，叠加财政部提前下达 1 万亿专项债额度，预计将对流动性造成较大压力。其四，据我们测算，明年 1 月将有 7780 亿元同业存单到期，加剧银行间流动性紧张。综上，明年 1 月流动性缺口大概率会超过 2 万亿元。

另一方面，货币政策需要灵活适度，降成本与稳增长实属硬要求。1) 降成本看，中央经济工作会议把货币政策由“松紧适度”改为“灵活适度”，且突出“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”，12 月 12 日国常会也明确提出“明年实现普惠小微贷款综合融资成本再降 0.5 个百分点”；此外，明年的专项债发行和隐性债务置换也需要降成本。2) 稳增长看，中央经济工作会议继续强调“经济下行压力加大”，且要求 2020 年“保持经济运行在合理区间；确保全面建成小康社会和‘十三五’规划圆满收官；实现全面建成小康社会和‘十三五’规划目标任务是明年全党工作的重中之重”，意味着稳增长 GDP 翻番目标要确保实现（我们预计，2020 年 GDP 增速目标可能定为 6% 左右）。再考虑到今年 1 季度 GDP 基数较高，明年 Q1 压力凸显。

3、具体到后续的“降息”降准节奏，维持我们此前判断：中短期看，春节前的 TMLF 利率有望跟随下调，MLF 可能继续放量续作，而且年底年初有望再降准一次、但幅度有限；展望 2020 年全年，MLF 利率预计至少调降 1-2 次，最快 2020 年二三月份（届时 CPI 高点已过、联储降息预期可能升温），累计至少降 10-20BP 左右，同时 OMO 利率也有望下调，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

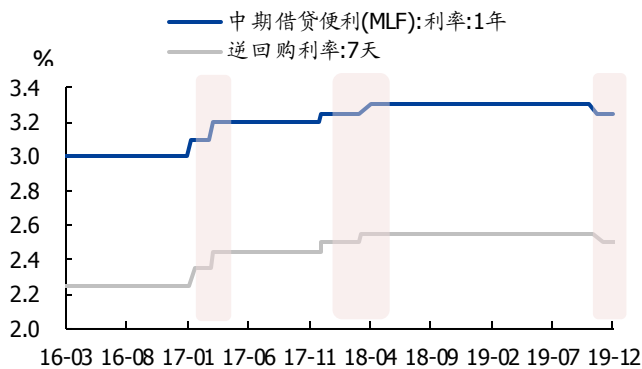
邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《经济弱企稳，后续怎么走？——兼评 11 月经济数据》2019-12-17
- 2、《明年政策怎么看？——逐句解读中央经济工作会议》2019-12-13
- 3、《11 月金融数据的六大信号》2019-12-11
- 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

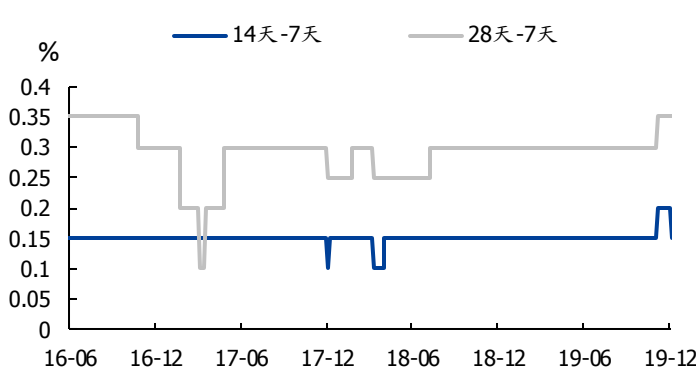


图表 1: 11月 MLF、7天逆回购利率各下调 5BP



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 逆回购利率期限利差相对稳定



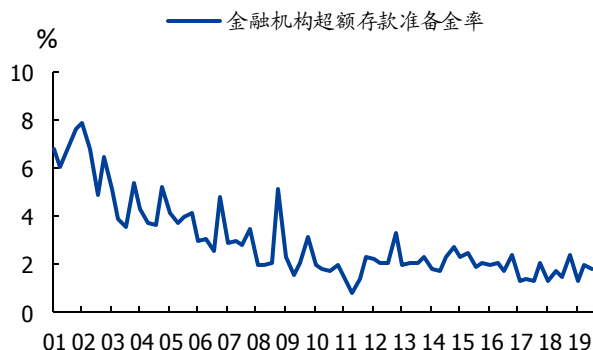
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 12月中上旬流动性整体趋紧

期限/分类	上交所质押式回购利率			SHIBOR			银行间同业拆借加权利率			R007	DR007	同业存单发行利率 (3M)			
	GC001	GC007	GC014	ON	1M	3M	1D	7D	14D	7D	7D	全部银行	国有银行	股份制银行	城商行
2019-12-17	2.89	2.94	3.00	2.51	2.94	3.04	2.56	3.13	2.62	2.71	2.57	3.42	2.95	3.08	3.52
2019-11-29	2.90	2.82	2.78	2.36	2.78	3.02	2.41	3.35	3.04	2.69	2.58	3.36	3.05	3.05	3.45
变动 (BPs)	-0.90	11.90	21.80	15.00	15.90	1.90	15.30	-21.19	-42.33	2.43	-0.90	6.78	-10.10	3.20	7.03

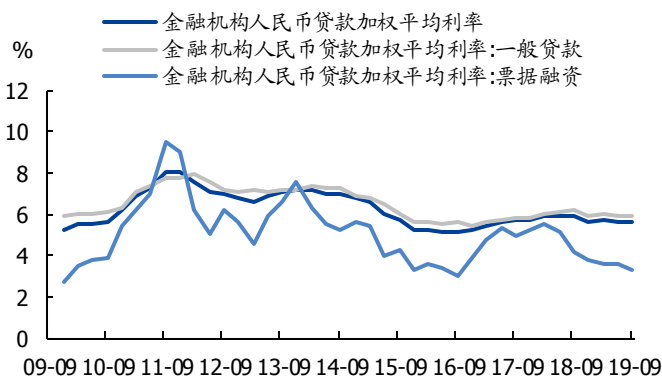
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 超储率仍维持低位



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 三季度末一般贷款加权平均利率环比小升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 明年 1 月居民现金需求量将显著增加

年份	春节时间	观察月份	M0 环比增加 (亿元)
2015 年	2 月 19 日	2 月	9856
2016 年	2 月 8 日	1 月	9310
2017 年	1 月 28 日	1 月	18295
2018 年	2 月 16 日	2 月	6788
2019 年	2 月 5 日	1 月	14262
2020 年	1 月 25 日	1 月	11702

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算 注: 居民在春节前现金需求量增加, 测算中若月末过年则观察月份为当月, 月初过年观察月份为前一个月, 2020 年数值为预测值, 即 2015-2019 年 M0 环比增加值的均值。

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_8258

