

中国央行观察

央行再次较大范围“定向”降准，旨在释放流动性及置换到期 MLF

央行宣布从10月15日起，再次实施较大范围的“定向”降准100个基点。根据央行网站发布的有关定向降准问答，此次降准所释放的部分资金用于偿还10月15日到期的约4,500亿元中期借贷便利（MLF），同时释放增量资金约7,500亿元对冲10月中下旬的税期¹。在国庆长假后重新开市的前一天，央行在网站上宣布，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点——即惠及大部分存款性银行。这是央行自去年9月以来的第五次对存款准备金率进行调整，包括2017年9月30日宣布的定向降准²、今年春节期间的“临时准备金动用安排”³、今年4月宣布“定向”降准部分用来置换到期MLF⁴以及今年6月底大范围降准用于支持“债转股”项目执行和鼓励小微企业贷款⁵。根据央行网站发布的问答内容，此次降准释放的流动性总额可能达1.2万亿元，较接近100个基点全面降准释放流动性的规模（估计在1.5万亿元）。降准释放的4,500亿元资金用于偿还10月15日到期的MLF，而余下资金则是在10月中下旬税期收紧流动性之前释放流动性。

距离上次降准仅3个月后再次大范围降准，政策信号较为明确——即央行意在保持宽松的流动条件。然而，降准对整体流动性条件以及广义货币供应的最终实际影响取决于央行的具体“操作”。自今年6月起，货币政策转向边际宽松、更加务实的立场——6月来央行一系列的政策操作信号较为明确、同时短端利率也开始快速下降（图表1）⁶。另外，近期贸易摩擦加剧、叠加增长势头放缓，此次降准可谓“及时”。然而，降准对流动性的最终影响可能并不如新闻报道的那样“直观”，鉴于目前公开市场操作工具余额高达9.26万亿，其中超过6,000亿元于10月到期（图表2）。此外，在去年10月缴税季，财政存款猛增1.05万亿元，直接压制基础货币投放——换句话说，降准的实际影响也取决于今后一段时间央行公开市场操作注入/回笼的流动性的规模。从理论上讲，仅缴税回收的流动性规模要高于（旨在对冲税期的）7,500亿元流动性投放。

减轻或消除货币政策传导的“障碍”，尤其是通过实施真正意义上的宽松财政政策，将明显加强稳定金融条件对总需求的支撑效果。如我们在近期报告中的分析⁷，虽然流动性条件的边际宽松必然有助于稳定市场预期和总需求增长，但目前货币政策传导中存在一些障碍，这些障碍造成政策效果滞后或“打折”。在我们所列举的各项“障碍”中，共同因素之一是“实际偏紧”的财政政策。税收方面，实际有效税率居高不下，而社保的集中征缴可能会加重企业的“准税收”负担。另一方面，财政资金拨付大幅放缓导致今年财政盈余上升，而此前基建项目的审批和融资的骤然收紧也明显拖累了投资需求。因此，有必要实施真正意义上的宽松财政政策以支持增长和企业盈利能力的修复，否则，货币政策的效果一定是“事倍功半”的。

接下页

分析员

易垭

SAC 执证编号: S0080515050001
SFC CE Ref: AMH263
eva.yi@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 财政存款高增长压制基础货币扩张 (2018.09.16)
- 宏观经济 | 8月外储小幅下降，主要受负向估值效应拖累 (2018.09.07)
- 宏观经济 | 央行再次启用“逆周期因子”调节人民币中间价 (2018.08.25)
- 宏观经济 | 降准助推货币乘数回升；外汇占款仍保持稳定 (2018.08.17)
- 宏观经济 | 7月外储继续攀升，显示央行对汇率干预十分有限 (2018.08.07)
- 宏观经济 | 央行重新征收 20%远期售汇风险准备金 (2018.08.04)

中长期来看，值得重申的是，“RRR 下调+央行再贷款/基础货币的增速放缓”是积极的结构性变化。此举反映了央行正从“数量型”转向更多以“价格”为基础、且更为透明的货币政策框架。在多次下调“法定”存款准备金率的同时，2017 年下半年以来，基础货币和央行再贷款增速均明显放缓（图表 3）。我们重申我们长期以来的观点，即国内银行存款准备金率可能会“正常化”并稳定在较低的水平，因为法定准备金率高企增加了银行的机会成本并可能引发“监管套利”。较低的存款准备金率也符合金融去杠杆的长期目标，因为它将降低银行发展影子银行业务的动力。此外，用降准来替代央行再贷款工具也是一个值得肯定的结构性“再平衡”，因为它降低了维持大规模再贷款工具（9.3 万亿元）以及进行公开市场操作的各项成本。长期来看，中国基础货币的相对规模有进一步下降的空间，因为与（除日本外）其他主要经济体相比，中国基础货币（相对 GDP）的规模仍然偏高。

在汇率层面，降准的信号意义对人民币汇率的短期走势有边际的负面影响。然而，经济基本面仍是决定人民币需求以及人民币汇率走势的最根本因素——稳增长才能稳汇率。我们预计人民币兑美元汇率不至于“失速下跌”。另一方面，短期内人民币兑一篮子货币也可能有一定的下行压力。当然，中美短端利差收窄且央行降准会在边际上对人民币兑美元汇率带来一些压力。然而，我们的分析表明，经济基本面走势和投资收益率仍是决定人民币需求以及人民币汇率走势的根本因素——即稳增长是稳汇率的根本。我们观察到，人民币汇率的“拐点”通常滞后于（以中国名义增速或企业盈利增速作为衡量指标的）经济基本面变化。所以，在增长动能企稳之前，我们认为人民币兑美元或一篮子货币没有升值动力。然而，鉴于我们对美元处于下行通道的中期预测⁸，我们认为人民币兑美元汇率的“下行空间”也相对有限。综合来看，人民币兑一篮子货币可能会维持弱势。值得注意的是，虽然 6 月以来人民币汇率加速贬值，但这次并未出现大规模外汇流出的迹象⁹。而在不触发基础货币收缩的前提下，人民币有效汇率贬值会对出口增长提供一些“缓冲”。

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3639444/index.html>

² 请参见我们 2017 年 10 月 1 日发布的中国宏观简评《央行“双节”长假前宣布 2018 年起“普惠式”定向降准》。

³ 请参见我们 2017 年 12 月 29 日发布的中国央行观察《央行在春节期间建立“临时准备金动用安排”》。

⁴ 请参见我们 2018 年 4 月 17 日发布的中国央行观察《人民银行再次大范围“定向”降准 100bp，部分用来置换到期 MLF》。

⁵ 请参见我们 2018 年 6 月 24 日发布的中国央行观察《央行再次大范围降准 50 个基点》。

⁶ 请参见我们 2018 年 9 月 18 日发布的中国宏观专题报告《当前稳增长政策的传导存在哪些“障碍”？》。

⁷ 请参见我们 2018 年 9 月 18 日发布的中国宏观专题报告《当前稳增长政策的传导存在哪些“障碍”？》。

⁸ 请参见我们 2018 年 6 月 3 日发布的海外宏观专题报告《美国经济与美元是否会（继续）“一枝独秀”？》。

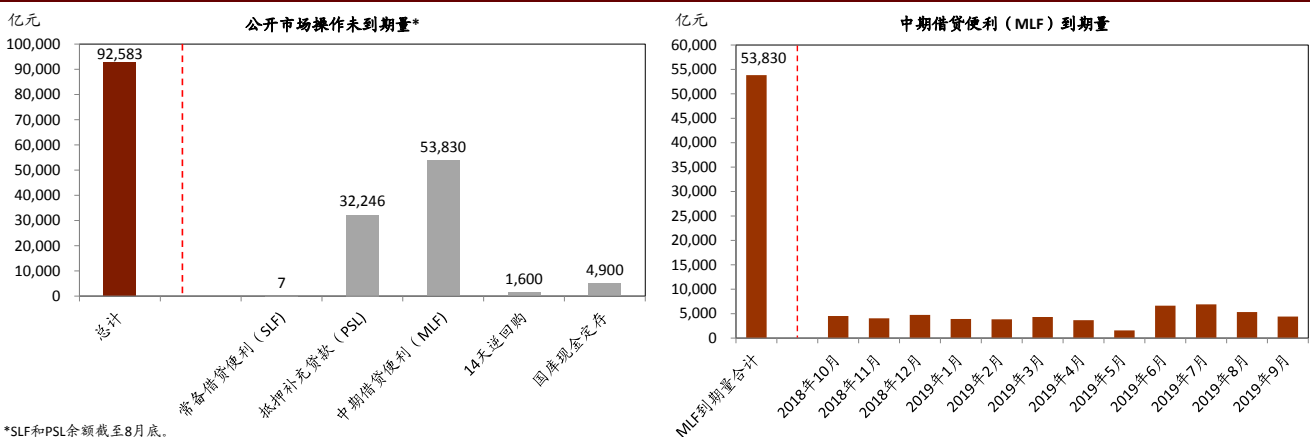
⁹ 请参见我们 2018 年 7 月 22 日发布的中国宏观简评《近期人民币的“抛压”来自何方？》。

图表1: 央行近期政策措施——政策立场边际宽松, 更为务实

宣布日期	存款准备金率下调范围及幅度	定向降准范围	实施日期	宣布与实施降准间的时滞
2014/04/22	对县域农商行定向降准2个百分点, 对县域农村合作银行定向降准0.5个百分点	县域农商行、县域农村合作银行	2014/04/25	3天
2014/06/09	定向降准0.5个百分点	对“三农”或小微企业新增贷款比例超过 50% 、余额比例超过 30% 的商业银行(不含2014年4月25日已降准的机构)	2014/06/16	7天
2015/02/04	普降0.5个百分点, 定向降准0.5个百分点	对小微企业新增贷款比例超过 50% 、余额比例超过 30% 的城商行、非县域农商行	2015/02/05	1天
2015/04/19	普降1个百分点, 对农村金融机构定向降准1个百分点, 对其他银行定向降准0.5个百分点	其他银行是指对“三农”或小微企业新增贷款比例超过 50% 、余额比例超过 30% 的国有银行和股份制银行	2015/04/20	1天
2015/06/27	定向降准0.5个百分点	对“三农”新增贷款比例超过 50% 、余额比例超过 30% 的城商行、非县域农商行, 及对“三农”或小微企业新增贷款比例超过 50% 、余额比例超过 30% 的国有大行、股份制银行和外资行	2015/06/28	1天
2015/08/25	普降0.5个百分点, 对农村金融机构定向降准0.5个百分点	农村金融机构	2015/09/06	12天
2015/10/23	普降0.5个百分点, 定向降准0.5个百分点	对“三农”或小微企业新增贷款比例超过 50% 、余额比例超过 30% 的金融机构	2015/10/24	1天
2016/02/29	普降0.5个百分点	-	2016/03/01	1天
2017/09/30	定向降准0.5或1.5个百分点	在普惠金融领域贷款余额或增量占比达到 1.5% 或 10% 的商业银行	2018/01/01	3个月
2018/04/18	定向降准1个百分点	大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行, 所得资金优先用于偿还到期的MLF	2018/04/25	7天
2018/06/24	定向降准0.5个百分点	国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行, 鼓励将所得资金用于支持债转股或者小微企业融资	2018/07/05	11天
2018/10/07	定向降准1个百分点	国有大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行, 所得资金部分用于偿还到期的MLF, 其余用于支持小微、民营及创新型企业的融资	2018/10/15	8天

资料来源: 人民银行, 中金公司研究部

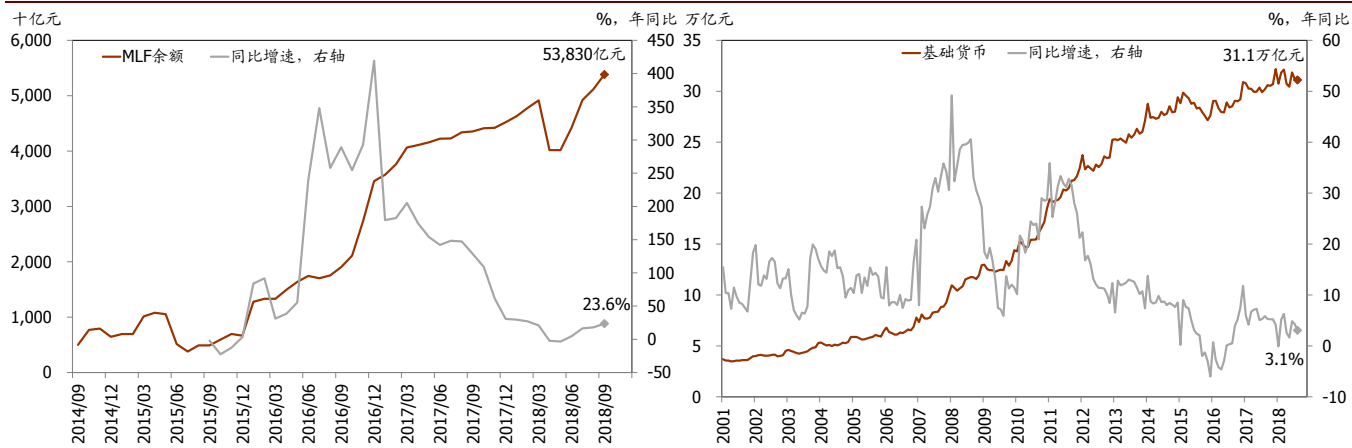
图表2: 央行再贷款工具构成以及MLF到期时间表



*SLF和PSL余额截至8月底。

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表3: 去年下半年以来, 基础货币和央行再贷款增速均明显放缓



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：张莹

北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编: 518000
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京 建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海 黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京 汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门 莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆 洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山 季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波 扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京 科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳 福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州 天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉 中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津 南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮 新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州 五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海 浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州 教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都 滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛 香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连 港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙 车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安 雁塔证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司