

## 中国央行观察

# 央行如期普降存准率 100 个基点，再次部分“置换 MLF”

新年第一周，央行普降存款准备金率 100 个基点，其中 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 50 个基点<sup>1</sup>。今天收市后不久，央行在网站上发布了降准公告，紧接着今天早些时候李克强总理在考察中特别提到要运用好“全面降准”工具的表述。虽然这是 2017 年以来的第六次实质意义上的“降准”，但却是 2016 年 2 月以来的首次字面意义上的“全面降准”。此前，央行分别于 2017 年 9 月 30 日宣布定向降准、2018 年春节期间设立“临时准备金动用安排”、2018 年 4 月宣布“定向”降准部分用来置换到期 MLF、2018 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、以及 2018 年 10 月“定向”降准以提振普惠金融和置换 MLF<sup>2</sup>。到 2019 年 1 月底，实际操作中的存款准备金率已经累积自 2018 年共下调了 4-5 个百分点（各银行降幅略有不同）。

根据央行的公告，此次降准将“净”释放流动性 8,000 亿元。虽然货币政策操作仍具有较大的灵活性，最终释放的流动性总量可能高于或不及这个数字，但此次全面降准的信号意义较为明确，即货币政策继续向“稳增长”倾斜。央行还表示，1 季度到期的中期借贷便利（MLF）将不再续做，而我们跟踪，MLF 1 季度到期量达 1.2 万亿元。考虑到此次普降共释放流动性约 1.5 万亿元，央行可能会增加其他的再贷款工具存量，如最近刚推出的TMLF<sup>3</sup>。然而，值得注意的是，自 2018 年 4 月央行开始通过降准置换 MLF 以来，MLF 余额累计增加了 9,000 亿元（图表 1）。与之形成反差的是，2018 年 4 月和 10 月两次降准名义上替换的 MLF 金额合计应达 1.35 万亿元。以上分析凸显货币政策操作的灵活性，即实际注入流动性的金额可能与公布的数字有出入。但是，不到 3 个月内的再次降准，且全面降准，显示货币政策继续向“稳增长”的立场倾斜。

考虑到内需外需增长均面临较大挑战，此次降准旨在为实体经济提供流动性支持。此外，降准也有助于（部分）弥补春节长假前的流动性缺口。2018 年 12 月国内制造业 PMI 指数跌破枯荣线 50 下行至 49.4%，录得 2016 年 3 月以来的最低水平<sup>4</sup>。内需增速也在几个关键领域明显放缓——包括可选消费需求、地产购置和投资需求、以及制造业资本开支等<sup>5</sup>。此外，受全球制造业景气度下行、及“抢出口”效应消退的双重拖累，近期外需也在快速走弱。另外，春节前通常会超过 1 万亿元的流动性缺口，这也在央行公告中被列为选择当前降准的原因之一。然而，8,000 亿元的流动性释放不足以弥补节前的流动性缺口。

往前看，我们预计 2019 年内还将降准 100-200 个基点，同时，央行公开市场操作（OMO）利率也大概率下调。此外，虽然此次降准临近春节，我们仍不排除央行节前再次动用“临时准备金动用安排”（CRA）或通过其他操作较大规模补充流动性的可能性。我们重申，考虑到信贷需求走弱、金融监管收紧以及（被动）财政融资缺口大幅扩张<sup>6</sup>，央行需要继续降准，并可能下调 OMO 利率以配合今年较大规模政府债券的发行。此外，随着企业投资回报率下降、通胀下行，加权平均贷款利率和无风险利率也会相应下行。然而，鉴于需求端政策仍然偏紧、监管环境继续趋严，我们将密切关注调整后社融的环比增速的变化、以最终衡量此次流动性投放的效果。我们认为，在制约地产需求、地方政府融资和信贷扩张的政策没有及时调整的情况下，货币政策的传导可能继续受阻<sup>7</sup>。我们认为，评估稳增长措施效果的最优（领先）指标是调整后社融增速——调整后社融增速的显著、持续回升往往会领先总需求复苏。

分析员

易恒

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

分析员

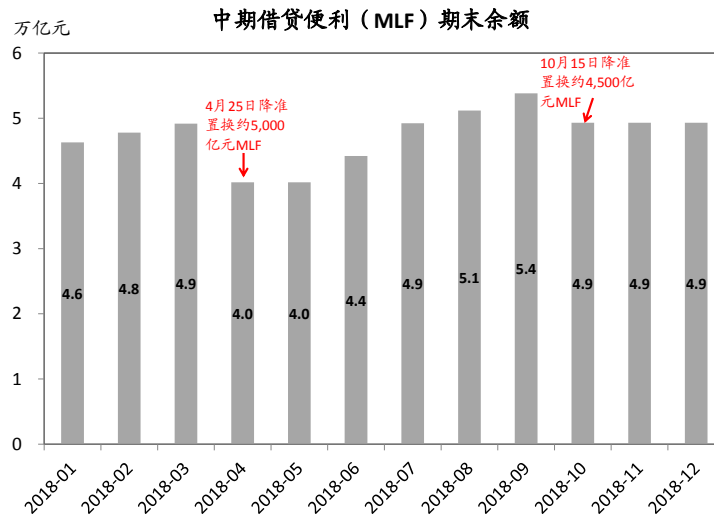
梁红

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 | 央行创立定向 3 年中期贷款便利 (TMLF)、利率较 1 年 MLF 优惠 15bp (2018.12.19)
- 宏观经济 | 多重因素推动外储水平小幅回升 (2018.12.07)
- 宏观经济 | 外汇继续流出; 降准提升货币乘数仍有空间 (2018.11.22)
- 宏观经济 | 估值下降叠加外汇流出压力, 外储降幅扩大 (2018.11.07)
- 宏观经济 | 央行确认与联储“脱钩”、再次保持公开市场操作利率不变 (2018.10.19)
- 宏观经济 | 资本外流压力初显, 货币乘数回落 (2018.10.18)

图表 1: 自 2018 年 4 月央行开始通过降准置换 MLF 以来, MLF 余额累计增加了 9,000 亿元



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



<sup>1</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3737919/index.html>

<sup>2</sup> 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》, 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”》, 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》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》, 以及 2018 年 10 月 7 日发布的中国央行观察《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》。

<sup>3</sup> 请参见我们 2018 年 12 月 19 日发布的中国央行观察《央行创立定向 3 年中期贷款便利 (TMLF)、利率较 1 年 MLF 优惠 15bp》。

<sup>4</sup> 请参见我们 2018 年 12 月 31 日发布的中国宏观热点速评《内外需走弱拖累 PMI 跌至枯荣线以下|12 月制造业 PMI 点评》。

<sup>5</sup> 请参见我们 2018 年 12 月 12 日发布的中国宏观简评《论中国地产周期面临的潜在压力及其宏观影响》和 2018 年 12 月 21 日发布的中国宏观简评《论乘用车销售大幅下滑背后的宏观因素及其影响》。

<sup>6</sup> 请参见我们 2018 年 12 月 12 日发布的中国宏观简评《“积极财政政策”面临的挑战》。

<sup>7</sup> 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”？》。

## 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仅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：樊荣

## 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