宏观经济专题报告 宏观经济报告

货币边际宽松三部曲重要一步：定向降准

一、降准有助于降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件

- 随着货币政策从应对疫情的超常规宽松向常态化转变，非金融部门总债务环比增速回落，四季度信用扩张也将有所放缓，但信用扩张趋势不变。我们预计今年还会再定向降准 1 次，以降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件。

二、目前中小银行负债成本有所上升，资金压力有所增加

- 与大型银行相比，中小银行负债成本压力相对更大。同业存单发行利率有所上行，银行主动负债成本有所提高，资金压力有所增加；随着信贷增速的边际放缓，信用派生存款速率也有所下降，从而银行存款的营销压力有所增加；央行货币政策的边际收紧也压缩了银行向央行的借款规模，部分也增加了银行的负债压力。
- 因此，通过定向降准，可以增加中小银行超额准备金规模，部分减少对外部资金的依赖，改善信用扩张条件，避免实体经济融资成本的走高。

三、当前超储率相对偏低，降准提供流动性的必要性有所上升

- 超储率的变化存在季节性，一般而言，一季度末和三季度末率偏低，二季度末和四季度末较高。今年则有所不同，超储率在一季度末达到 2.1%，远高于过去三年一季度末 1.3%的平均水平；二季度末，超储率降至 1.6%，已经处于较低水平，预计三季度会进一步下降。当前超储率相对偏低，降准提供流动性的必要性有所上升。

四、货币政策边际宽松的三部曲

- **预计未来公开市场操作量会比较充足，央行近日加大资金投放力度，资金供给精准滴灌。**
- **预计对中小银行再定向降准一次，幅度 50bp。**定向降准稳定增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源，通过银行传导有促进降低小微、民营企业贷款实际利率，直接支持实体经济。
- **预计四季度降息，MLF、LPR 利率下调几率较大，但逆回购利率将保持不变。预计 MLF 利率存在 5bp 左右下降空间，相应的 LPR 利率也将有所下调。**

风险提示：国内外疫情发展存在不确定性；政策应对措施和方法不当等

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

正文如下：

一、降准有助于降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件

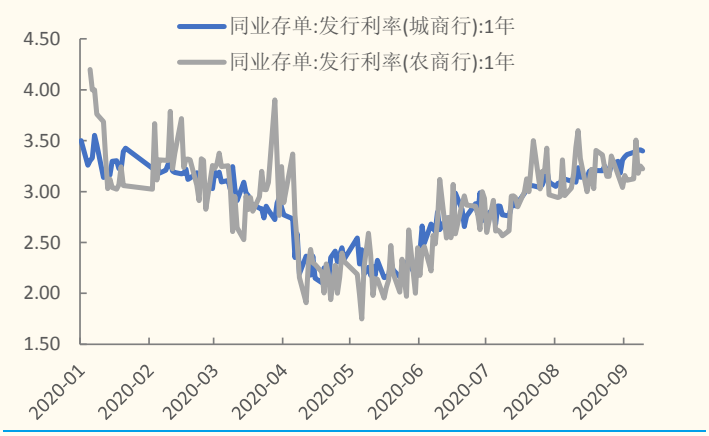
今年以来央行进行了三次定向降准：1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金 8000 多亿元；3 月 16 日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点，释放资金 5500 亿元；4 月定向下调存款准备金率 1 个百分点，分两次实施，共释放资金 4000 亿元。**随着货币政策从应对疫情的超常规宽松向常态化转变，非金融部门总债务环比增速回落，四季度信用扩张也将有所放缓，但信用扩张趋势不变。我们预计今年还会再定向降准 1 次，以降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件。**

降准操作并不改变央行资产负债表规模，只影响负债方的结构，即法定准备金与超额准备金相对占比的变化。“量”的角度来看，法定准备金率的下调增加了超额准备金的供给，放松了银行贷款创造存款行为的流动性约束，有助于保持货币条件总体稳定。“价”的角度来看，准备金率的下调可以降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件。准备金制度要求商业银行将一定比例的资金存放在中央银行，相当于增加了商业银行的机会成本，这一机会成本等于一般贷款加权平均与法定准备金利率之差，目前法定准备金利率为 1.62%，今年二季度一般贷款加权平均利率为 5.26%，因此准备金机会成本为 3.64%。与“税收楔子”原理类似，尽管准备金是直接向商业银行征收的，但实际成本并不完全由商业银行承担，而是根据利率弹性的不同在银行、存款人及贷款人之间分摊，高准备金率会间接推高贷款利率。同其他货币政策工具相比，以 7 天逆回购利率（2.20%）、1 年期 MLF 利率（2.95%）来衡量，两者与一般贷款加权平均利率差值分别为 3.06%、2.31%。**法定准备金机会成本远大于逆回购、MLF 工具，降准有助于改善银行贷款创造存款行为的流动性约束，降低商业银行机会成本，改善信用扩张条件。**

二、目前中小银行负债成本有所上升，资金压力有所增加

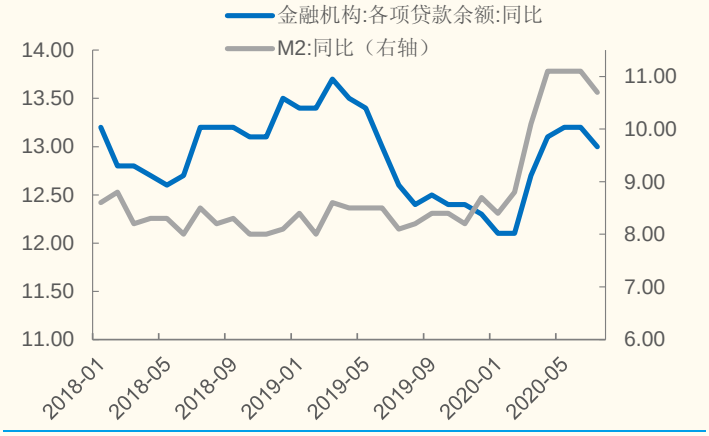
与大型银行相比，中小银行负债成本压力相对更大。从同业存单发行看，银行主动负债成本有所提高，发行利率上行，资金压力有所增加。结构性存款压降使得银行负债压力转向定期存款和同业存单的发行，而同业存单在供给抬升，需求走弱的背景下，利率大幅上行。随着信贷增速的边际放缓，信用派生存款速率也有所下降，从而银行存款的营销压力有所增加。央行货币政策的边际收紧也压缩了银行向央行的借款规模，部分也增加了银行的负债压力。与大型银行相比，中小银行负债成本压力相对更大。**因此，通过定向降准，可以增加中小银行超额准备金规模，部分减少对外部资金的依赖，改善信用扩张条件，避免实体经济融资成本的走高。**

图表 1：同业存单发行利率 5 月以来持续增加



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：金融机构各项贷款增速及 M2 增速



来源：Wind，国金证券研究所

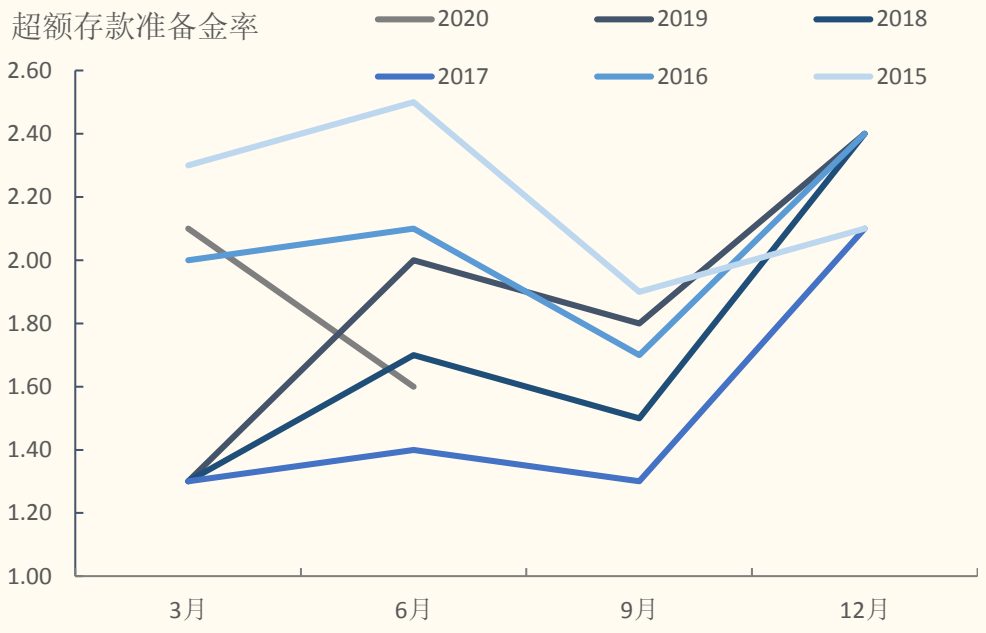
三、当前超储率相对偏低，降准提供流动性的必要性有所上升

当前超储率相对偏低，降准提供流动性的必要性有所上升。2019 年经济下行，年初资金流动性压力大，央行在年前进行了降准以维稳流动性；2020 年一季度，为了应对新冠疫情对于经济与金融市场的冲击，央行连续通过定向降准、再贷款再贴现等工具释放了大量流动性。超储率在今年一季度末达到 2.1%，远高于过去三年一季度末 1.3%的平均水平。二季度末，超储率回归到 1.6%，主要是因为信贷扩张明显加快，叠加央行净投放规模的边际缩减。6 月末超储率已经处于较低水平，预计三季度会进一步下降；这意味着央行可能已经达到了使资金利率回归政策利率附近，并使商业银行调整资产负债结构，实现其打击资金空转、总量适度、通过结构性措施支持实体经济的效果。

超储率的变化存在季节性，是流动性的供需平衡的结果。超储率的变化主要受资金供需的影响，取决于央行公开市场操作、现金走款、财政收支等。具体来说，央行 OMO 净投放、降准时会提高超储率，现金增加、政府存款增加，银行信贷扩张时会降低超储率。超储率存在季节性，一般而言，一季度末和三季度末率偏低，二季度末和四季度末较高。2020 年受疫情影响，超储率出现反季节回落，货币政策 5 月以来没有进一步宽松，以至 6 月的超储率反季节性下降，预计三季度末会进一步下滑，流动性继续收敛，将导致资金价格的上涨。

我们在 2020 年 8 月 21 日的报告《当前货币政策的若干焦点问题》中也曾提出，货币政策不会继续收紧，未来会边际宽松。**8 月 MLF 超量续作，近日公开市场操作频繁，未来央行可能逐步将超储率从偏低的状态回归正常水平，这也是央行在三四季度还会再次进行定向降准的重要原因。**

图表 3：今年二季度超储率反季节性回落（%）



来源：Wind，国金证券研究所

四、未来货币政策边际宽松的三部曲

预计未来公开市场操作量会比较充足，央行近日加大资金投放力度，资金供给精准滴灌。目前从 8 月 7 日至 9 月 11 日，央行已经连续 26 个工作日开展公开市场操作，平均操作规模远大于到期规模，流动性投放持续加码。当前经济修复持续，但在整体需求偏弱和就业压力较大的情况下，需要流动性环境的配合。预计未来公开市场操作量会继续比较充足，资金供给精准滴灌，流动性边际宽松。

预计对中小银行再定向降准一次，幅度 50bp。政府政策重点在于“六稳”和“六保”，其中就业均处在第一位（“稳就业”、“保居民就业”）。从就业主体来看，小微企业在经济发展、创造就业活动中起着非常重要的作用。小微企业贡献了全国 80%的就业，60%以上的 GDP 和 50%以上的税收。我们预计三季度将预计对中小银行定向降准一次，幅度 50bp，以稳定中小银行支持实体经济的稳定资金来源，通过银行传导有促进降低小微、民营企业贷款实际利率，直接支持实体经济。

预计四季度降息，MLF、LPR 利率下调几率较大，但逆回购利率将保持不变。货币政策回归常态化，当前经济弱复苏的背景下，货币政策将继续引导实体经济融资成本的下降。预计 MLF 利率存在 5bp 左右下降空间，相应的 LPR 利率也将有所下调。过去逆回购利率的调整具有部分随行就市特征，当前货币市场利率估计围绕逆回购利率小幅波动，因此，逆回购利率下调的可能性相对较低。

风险提示：

1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、 部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH