

信用转向宽松，利率维持中性

东海期货 | 东海观察 2019 年 1 月 7 日

研究所 宏观策略组

事件

贾利军

从业资格证号：F0256916
投资分析证号：Z0000671
联系电话：021-68757181
邮箱：jialj@qh168.com.cn

陈炳宜 联系人

联系电话：021-68757089

分析要点

央行公告：为进一步支持实体经济发展，优化流动性结构，降低融资成本，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。同时，2019 年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。

1、**此次降准仍属于定向调控，并非大水漫灌，稳健的货币政策取向没有改变。**降准政策分两次实施，和春节前现金投放的节奏相适应，有利于银行体系流动性总量保持合理充裕，同时也兼顾了内外均衡，有助于保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

2、**流动性方面：**从往年数据来看，1、2 月份往往是资金利率波动较大月份，一方面是因为春节临近居民现金需求增加，另一方面 1 月是企业集中缴税大月，资金将流向央行表内导致银行资金出现紧张。而此次降准较以往更加灵活，分别在 1 月 15 日和 1 月 25 日下调存款准备金 0.5 个百分点，对应的是 1.2 万亿 MLF 到期以及居民取现高峰来临，总体可以熨平资金面的波动。但需要注意的是，年前地方政府债券发行在即势必对流动性产生负面影响，回购利率预计有望重新回到 2.55% 上方。短期难言资金宽松，仍要警惕资金利率上行的风险。

3、**实体方面：**按照央行的表述可推算出 TMLF+定向降准规模约 5000 亿左右，表明央行在加大对小微企业、民营企业支持力度。从 14 年开始，货币投放构成发生了转变，央行逐步通过公开市场操作以及基础货投放来对冲外汇占款下滑。逆回购、SLF、MLF 等货币投放都需要在规定期限内付出一定的资金成本以及抵押品，而降准所释放的资金则没有这些顾虑，预计本轮降准有望帮助企业进一步降低融资成本改善盈利。

4、**短期判断：**近期很多观点认为美国经济将从今年开始出现回落，但从核心指标来看，11 月份美国核心 CPI 同比增速超 2%，就业率保持历史低位，居民收入增速保持稳定，总体都在指向美国经济短期依旧不弱，未来要警惕加息的可能。如果央行选择降息短期将势必增加汇率方面的波动（并与当前稳定汇率的举措自相矛盾），进而拖累经济增长。因此，对于今年一个基本的判断就是央行或将通过降准的方式来维持宽松的货币环境，七天逆回购利率有望维持不变。

5、**大宗商品：**此次降准主要是助力中小企业解决融资贵、融资难的问题，对商品价格影响有限。从去年下半年开始，专项债发力，基建企稳，叠加最近部分城市房地产政策出现松动迹象，上半年可能出现短暂的结构机会。

具体来看：

此次降准仍属于定向调控，并非大水漫灌，稳健的货币政策取向没有改变。降准政策分两次实施，和春节前现金投放的节奏相适应，有利于银行体系流动性总量保持合理充裕，同时也兼顾了内外均衡，有助于保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。我们的观点是：信用转向宽松，利率维持中性。

从 18 年开始，央行陆续于在 4 月、7 月、10 月三次降低存款准备金率，但所面向的机构范围有限，而本次降准则面向所有机构。1 月 4 日总理在银保监会的座谈会提到，要适时运用好全面降准、定向降准和再贷款、再贴现等政策工具，加大对实体经济特别是民营、小微企业的支持，为保持经济平稳健康发展提供支撑，预计上半年将陆续出台一系列调控政策。

资金方面：

从往年数据来看，1、2 月份往往是资金利率波动较大的月份，一方面是因为春节临近居民现金需求增加，另一方面 1 月是企业集中缴税大月，资金将流向央行表内导致银行资金出现紧张。而此次降准较以往更加灵活，分别在 1 月 15 日和 1 月 25 日下调存款准备金 0.5 个百分点，对应的是 1.2 万亿 MLF 到期以及居民取现高峰来临，总体可以熨平资金面的波动。随着跨年结束，资金需回落，货币市场利率大幅下行，其中 7 天质押式回购利率在 1 月 4 日已向下突破至 2.55%，反映金融机构间流动性总体保持宽松。

需要注意的是，18 年年底人大审议并通过地方政府债务额度调整，2019 年地方政府将新增一般债务限额 5800 亿元、新增专项债务限额 8100 亿元，合计 13900 亿元，且发行提前至年初，相关债券发行将势必对流动性产生负面影响，回购利率预计有望重新回到 2.65% 上方，短期难言资金宽松，仍要警惕资金利率上行的风险。

实体方面：

一季度到期的 MLF 规模合计 12050 亿且到期后不再续做，意味着 12050 亿 MLF 将回笼。按照央行的表述：降准+TMLF+定向降准-MLF 到期=8000 亿，即 $15000 + \text{TMLF} + \text{定向降准} - 12050 = 8000$ ，推算可以知道 TMLF+定向降准=5050 亿。1 月 2 日，央行将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万元”调整为“单户授信小于 1000 万元”，都在表明央行在加大对小微企业、民营企业支持力度。

从 14 年开始，货币投放构成发生了转变，央行逐步通过公开市场操作以及基础货币投放来对冲外汇占款的下降。我们知道，逆回购、SLF、MLF 等货币投放都需要在规定期限内付出一定的资金成本以及抵押品，而降准所释放的资金则没有这些顾虑，本轮降准将有望帮助企业降低融资成本。

去年全年社融增速较为低迷，企业新增中长期贷款乏力，非标融资持续萎缩，体现企业投资意愿不足。工业经济数据中民营企业杠杆率较年初依然保持在较高水平，核心原因是终端需求回落，企业存货周转大幅攀升，短期资金吃紧，进而使得杠杆率出现上涨。因此，除了降低企业融资成本外，还要注重通过降费减税的方式激发内部需求来稳定经济增长。

短期判断：

近期很多观点认为美国经济将从去年下半年开始出现回落，主要逻辑就是地产行业相关指标如销售增速、价格指数大幅回落、长短国债利差倒挂以及贸易摩擦紧张局势的悲观预期。但冷静地从核心指标来看，11 月份美国核心 CPI 同比增幅超 2%，PPI 服务项总体也稳定在上升区间，失业率也在历史地位徘徊，居民收入增速保持稳定，总体都在指向美国经济短期依旧不弱。虽然美联储主席鲍威尔近期公开声明言辞由鹰转鸽，但这并不代加息结束，相反如果经济保持增长，未来依旧有加息的空间。

目前中国正处在一个重要的调整期，核心消费（地产、汽车）回落，投资下滑，通缩风险抬头，宏观杠杆率较高，内外因素叠加，使得经济在应对外部风险时挑战增大。如果央行选择降息短期将势必增加汇率方面的波动（并与当前稳定汇率的举措自相矛盾），进而对实体经济产生负面影响并拖累经济增长。因此，对于今年一个基本的判断就是央行或将通过降准的方式来维持宽松的货币环境，七天逆回购利率有望维持不变。

免责声明：

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

联系方式：

公司地址：上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层

邮政编码：200125

公司网址：www.qh168.com.cn