

## 年内第四次降准 债券融资成本有望进一步下降

研发部 何金中 黄田

**摘要：**10月7日，中国人民银行宣布下调部分金融机构人民币存款准备金率以置换中期借贷便利。这是继今年1月、4月和7月降准以来的第四次定向降准。本次降准延续了年初以来普惠金融定向降准的结构性思路，有利于优化银行体系和金融市场流动性结构，降低银行资金成本和企业融资成本，增强金融服务实体经济的能力，稳定市场预期。降准置换MLF的同时减少了基础货币供应量，央行继续实施稳健中性货币政策的取向没有改变。在近期中美贸易战进一步加剧、美联储加息、美债利率上行等不利因素共同存在的环境下，降准有利于稳定经济增长，长期内不会增加人民币的贬值压力。同时，降准利好债市资金面，短期内有利于推动债券融资成本迎来新一轮下降。

2018年10月7日，央行决定下调部分金融机构人民币存款准备金率以置换MLF，与今年4月定向降准一致，本次降准主要涉及的金融机构仍为：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和外资银行，降准幅度同样为下降1个百分点。

根据央行估算，本次降准将释放资金规模约1.2万亿元，其中所释放的部分资金将用于偿还10月15日到期的约4500亿元MLF，该部分MLF当日不再续做。此外，降准还可再释放增量资金约7500亿元。

### 一、年内第四次降准有利于稳预期和降低融资成本

今年第二季度以来，中美贸易摩擦持续加剧并最终演变成贸易战，全球主要经济体的经济景气度也持续回落，我国面临的外部宏观环境持续走弱。国内方面，资管新规落地后，国内影子银行体系收缩明显加快，社融和M2增速持续走低，实体融资环境趋紧；地方政府隐性债务监管趋严，地方基建投资动力明显下降。在一系列内外因素叠加下，我国宏观经济运行虽然总体平稳但面临的压力有所增大。同时，国内信用风险事件频发，金融机构风险偏好下降，银行对民营企业贷款投放较为谨慎，我国民营和小微企业面临的融资压力较大。

当前，全球主要经济体的货币政策处于逐渐收紧状态，美联储持续加息缩表、欧央行量化宽松规模持续缩减并计划于年底退出，英国央行、俄罗斯及印度央行等在第三季度也均有加息。在此背景下，国内货币政策走向存在与国际主要经济体央行货币政策趋同预期，在宏观经济运行承压的情况下，这种预期无疑会进一

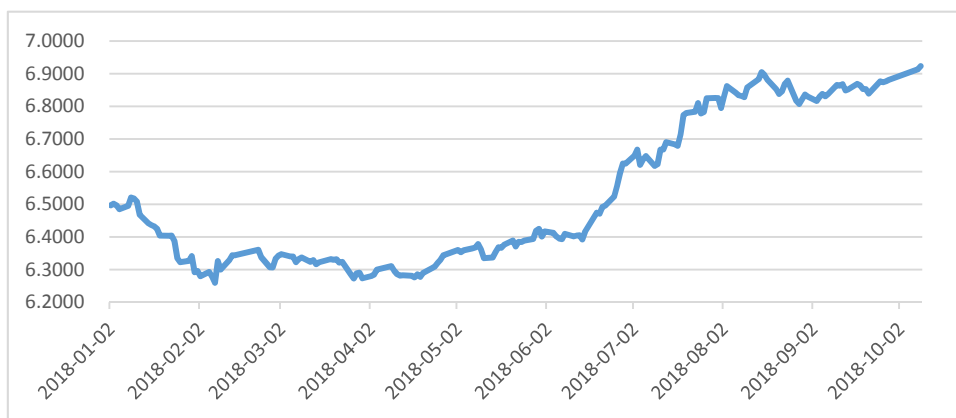
步加大市场的悲观情绪，不利于经济的稳定增长。央行在9月下旬未跟进美联储加息后进一步降准，我们认为央行在向市场释放出非常明确的信号，国外主要经济体货币政策虽会对国内政策走向形成一定程度的制约，但在国内宏观经济运行压力不断增大的情况下，货币政策走向将更加注重国内经济增长，此举有利于稳定市场预期。当然，受美联储持续加息缩表、中美利差制约，较降息相比，降准作为货币政策逆周期调控的重要手段之一显得更为适宜。

同时，较央行逆回购、MLF等公开市场操作手段相比，降准可以释放成本更低且稳定的长期资金给商业银行，减轻商业银行负债端压力，从而增加银行体系资金的稳定性和优化流动性结构；另外，通过压低银行负债成本，在当前商业银行的信贷定价逻辑下，一定程度上也可以降低企业的贷款融资成本。

## 二、降准不会明显加大人民币贬值压力

自今年4月份以来，人民币兑美元汇率经历了一轮快速贬值，目前在7.0重要心理关口下方徘徊。在强势美元下，不仅人民币面临贬值压力，整个新兴经济体货币都集体承压。在此当口，特别是中美利差处于相对低位的情况下，央行降准一定程度上会加大贬值压力，但不会太大。

图表 1 美元兑人民币即期汇率



资料来源：WIND，新世纪评级整理绘制

首先，今年以来的持续降准并不意味着我国货币政策稳健中性的取向发生改变。降准操作更多的是定向、结构性调控，保障合理适度规模的社融以及提高金融体系服务实体经济的能力。单就本次降准而言，降准虽然提高了货币乘数，但降准置换MLF的同时也减少了基础货币量。经测算，本次降准产生的货币乘数增加对货币供给总量的影响与基础货币量减少对货币供给总量的影响相当，因此总体来看，货币供给不会明显增加，货币政策仍保持稳健中性。

其次，本次降准是对冲内外不利因素给我国经济增长带来压力的手段之一，从稳定经济增长与发展的角度来看是积极有利的。长期来看，稳定的经济增长与

发展才是人民币币值稳定的最重要的基础条件，因而降准在长期内不会给人民币带来较大的贬值压力。

第三，我国的高外储、低外债和贸易顺差均可以为人民币币值稳定提供重要支撑。截至 2018 年 8 月末，我国外汇储备高达近 3.1 万亿美元，相较之下，根据外管局数据，截至 2018 年 6 月末，我国全口径外债余额仅 1.87 万亿美元，外汇储备对外债的覆盖水平很高。

### 三、债券融资成本有望迎来新一轮下降

本次降准是继今年 1 月 25 日普惠金融定向降准、4 月 25 日定向降准、7 月 5 日“债转股”降准之后的年内第四次降准，本次降准释放的 7500 亿元增量资金创下年内新高。

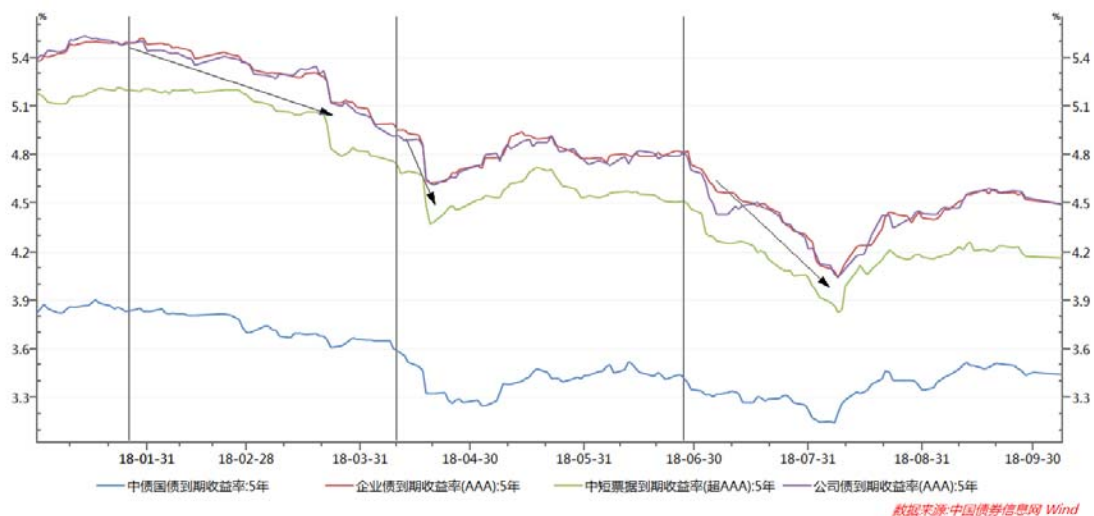
图表 2 2018 年以来降准政策汇总

降准时间	降准范围	降准幅度	降准目的
2018 年 1 月 25 日起	相关贷款增量或余额占全部贷款增量或余额达到一定比例的商业银行	0.5% 或 1.0%	引导金融机构发展普惠金融业务
2018 年 4 月 25 日起	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和外资银行	1.0%	增加银行体系资金稳定性，优化流动性结构，适当释放增量资金
2018 年 7 月 5 日起	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	0.5%	提高银行实施“债转股”的能力，加快已签约“债转股”项目落地
2018 年 10 月 15 日起	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和外资银行	1.0%	优化流动性结构，增强金融服务实体经济的能力

资料来源：中国人民银行，新世纪评级整理

从资金面角度看，在严监管和结构性去杠杆的背景下，降准利好债市资金面，从前三次降准实施后债市收益率走势来看，均对应出现了一轮收益率下行。由此，在本轮降准实施后，债市收益率也有望迎来新一轮下降。在一、二级利率联动下，债券发行利率也有望下降。

图表 3 2018 年以来降准后债市收益率走势（单位：%）



但是，当前中美一年期国债利差处于近 10 年低位，同时在美联储持续加息预期下美债收益率上行趋势不减，受利差制约，本次降准带来的收益率下行幅度会相对有限。

图表 4 中美一年期国债利差（单位：BP）



资料来源：WIND，新世纪评级整理计算