

稳增长仍需加码，年内有望进一步降准

——从2018年以来历次降准看2023年降准空间

相关研究：

1. 《LPR报价不变符合预期，短期内降息必要性下降——2月LPR报价点评》 2023.02.22
2. 《宽松政策迎来分水岭，YCC策略大概率面临调整——日本央行新行长提名点评》 2023.02.24
3. 《货币政策维持稳健基调，进一步宽松的必要性减弱——2022年四季度货币政策执行报告点评》 2023.03.03
4. 《政策基调偏稳健，在稳增长与防风险中寻平衡——2023年政府工作报告宏观政策解读》 2023.03.10
5. 《估值效应整体为负，外储规模环比转降——2月外汇储备数据点评》 2023.03.15

分析师：仇华

证书编号：S0500519120001

Tel: 021-50295323

Email: qh3062@xcsc.com

联系人：赵建武

Tel: 021-50295330

Email: zjw06921@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 降准已成为央行投放流动性的常规操作

2015年后进出口贸易顺差开始收窄，外汇占款逐渐减少，基础货币逐渐收缩，外汇占款呈现下行趋势。央行开始有条件在资产方主动提供流动性，结构性流动性短缺的货币政策框架逐步形成，央行流动性投放的主动性增强。央行提出的“结构性流动性短缺的货币政策操作框架”是在“结构性流动性短缺”的前提下，维持适当的法定存款准备金率水平，并通过每日的公开市场逆回购操作提供短期流动性并持续培育短期政策利率，通过每月定时的MLF操作提供中期流动性并持续培育中期政策利率。在结构性流动性短缺框架下，降准、公开市场操作等均是央行投放流动性的常规操作。

□ 降准旨在保持流动性合理充裕，兼具逆周期调节功能

通过梳理2018年—2022年14次降准的经济基本面背景、政策初衷以及效果，我们得出以下观点：一是降准窗口往往出现在经济下行、信用疲弱阶段。近年来降准作为一项常态化流动性投放工具，除了通过释放流动性为银行提供稳定的中长期负债之外，还能够降低银行的负债端成本。主要原因在于MLF不能完全等同于降准，MLF资金成本比降准要高。降准能够缓和商业银行负债成本，进一步推动实体经济融资成本下行；二是在基本面未见下行的情况下，央行降准置换MLF的触发条件是MLF存量突破5万亿元。央行加量续作MLF往往对降准存在一定的替代效应，但在MLF存量超过一定临界值以后，即使在经济基本面未见下行的情况下，央行仍有可能通过实施降准置换到期MLF；三是0.25个百分点的降准幅度或是未来常态。考虑隐含存款准备金率下限可能在5%左右，因此后续降准总空间可能为260bp，降准空间已较为有限，预计后续每次降准步幅0.25BP或将成为常态。此外，2018年以来总理曾经有10次在国常会上或其他公开场合表态“降准”，最终有9次央行随后宣布降准，由此可见国常会“适时降准”、“综合运用降准”、“进一步实施降准”等表述往往对降准有一定的预示作用。

□ 稳增长仍需加码，年内有望进一步降准

从经济基本面上来看，2023年《政府工作报告》中5.0%的经济增速目标偏保守，但并不意味着经济增长诉求的降低。考虑到2023年是新一届政府开局之年，预计稳增长仍是政府的主线工作。研判全年经济走势，我们认为随着稳增长政策的前置发力，上半年经济复苏的确定性较高，下半年前期稳增长政策效应衰减，地产和出口或将对经济形成明显拖累。为提振内需，仍需要宽信用政策发力。考虑到近年来在政策的引导下，银行资产端收益的下降幅度远远大于负债端成本，净息差持续收窄。为进一步降低商业银行负债端成本，增强商业银行信贷投放能力，为降低实体经济融资成本扩展空间，下半年仍有降准的必要。从资金面上来看，央行在2022

年已经依法上缴了所有的历史结存利润，再以此投放基础货币的空间有限。时点上来看，今年四季度将再度迎来 MLF 到期高峰，总规模达 2 万亿。从微观机制上对续作 MLF 与降准进行对比，考虑到 MLF 操作对手方主要是国有大行和股份制银行，资金要通过同业存单等渠道才能传导到中小银行。这一方面拉长了传导链条，也增加了中小银行的资金成本，进而抬高了主要由中小银行提供贷款的小微企业的融资成本。因此降准置换 MLF 具有一定的“直达”效应，对降低小微企业融资成本的效果更为明显，预计四季度央行大概率通过降准置换部分到期 MLF。综上，我们认为年内还有一次降准，幅度 0.25 个百分点，时间窗口大概率位于四季度。

□ 风险提示

货币政策收紧超预期；消费恢复不及预期；房地产修复不及预期。

正文目录

1 降准已成为央行投放流动性的常规操作.....	1
2 2018 年以来历次降准事件梳理	3
2.1 2018 年：定向降准为主，支持民营小微企业融资	3
2.2 2019 年：构建“三档两优”准备金率新框架	5
2.3 2020 年：响应国常会精神，高频降准对冲疫情影响.....	7
2.4 2021 年：前瞻性降准巩固经济复苏势头.....	10
2.5 2022 年：疫情影响加大，降准旨在稳增长、强预期.....	13
3 2023 年还有进一步降准的可能吗?	18
4 风险提示	20

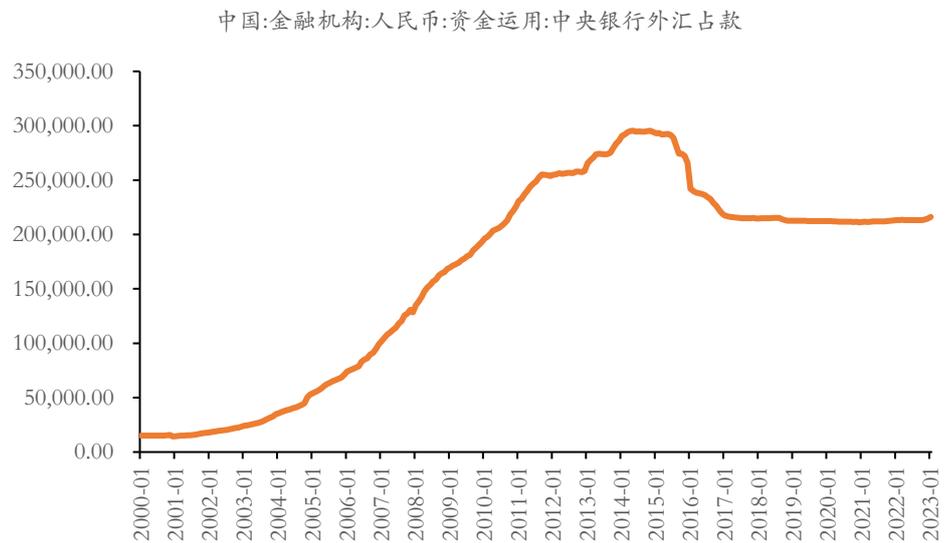
图表目录

图 1 2015 年之前外汇占款是央行投放流动性的主渠道（亿元）	1
图 2 2018 年以来历次降准（%）	2
图 3 2018 年民企信用债融资成本显著上行（BP）	3
图 4 2018 年市场流动性仍较为充裕（%）	4
图 5 2019 年“三档两优”差异化准备金率框架	6
图 6 2019 年小微企业贷款同比增速扭转下行趋势（亿元，%）	7
图 7 2020 年 1 月新增专项债发行额处于近年高位（亿元）	8
图 8 2020 年上半年高频降准有效降低实体融资成本（%）	9
图 9 2021 年 MLF 到期量集中于下半年（亿元）	10
图 10 7 月份财政收支整体呈“收大于支”特征（亿元）	11
图 11 2021 年 PPI-CPI 剪刀差达到近年高位（%）	11
图 12 2021 年 12 月房地产企业开发贷款仍然受限（%）	12
图 13 疫情冲击导致 2022 年 3 月回落至荣枯线下方（%）	14
图 14 11 月市场资金利率进一步向政策利率收敛（%）	15
图 15 11 月同业存单利率已接近 MLF 利率（%）	15
图 16 降准窗口往往出现在经济下行、信用疲弱阶段（%）	16
图 17 MLF 余额与存款准备金率（亿元，%）	17
图 18 当前青年人口失业率延续上行（%）	19
图 19 目前商业银行净息差已处于历史低位（%）	19
图 20 2023 年四季度再度迎来 MLF 到期高峰（亿元）	20

1 降准已成为央行投放流动性的常规操作

降准即降低法定存款准备金率。法定存款准备金率是人民银行进行宏观调控的三大政策工具之一。人民银行降低法定存款准备金率，会造成准备金释放，为商业银行提供新增的可用于偿还借入款或进行放款的超额准备，以此扩大信用规模，刺激经济的繁荣。2015 年之前，央行投放流动性的主要渠道为外汇占款的被动增加，在这一背景下央行在投放流动性的过程中处于被动角色，只能通过提高准备金率、回笼资金的方式对冲。这一时期提高或者降低存款准备金率并不是央行投放流动性的常规操作，其往往代表货币政策收紧或者宽松的信号。

图 1 2015 年之前外汇占款是央行投放流动性的主渠道（亿元）



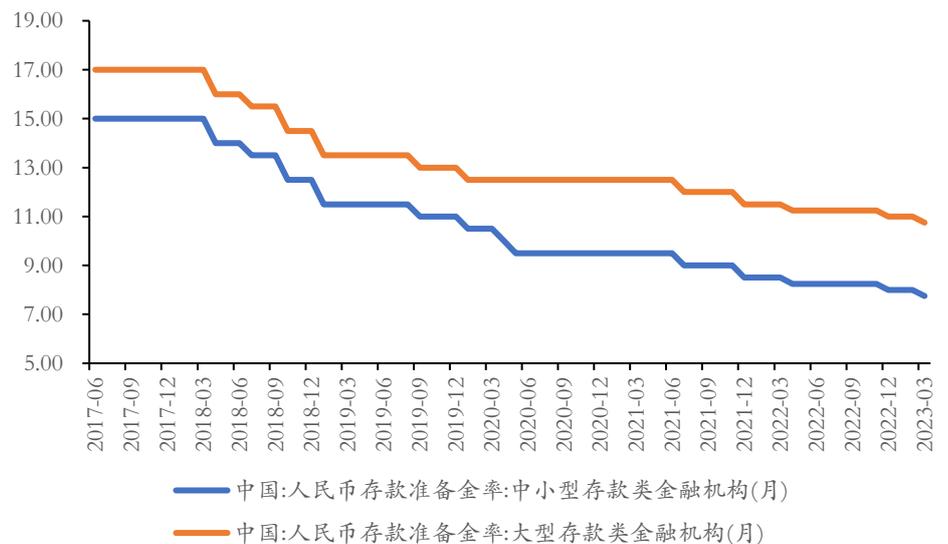
资料来源：wind、湘财证券研究所

2015 年后由于国内人口红利的逐渐消失，外贸商品的竞争力下滑，进出口贸易顺差开始收窄，国内外贸易争端的打响，外汇占款逐渐减少，基础货币逐渐收缩，外汇占款呈现下行趋势。中国人民银行开始有条件在资产方主动提供流动性，结构性流动性短缺的货币政策框架逐步形成，央行流动性投放的主动性增强。**结构性流动性短缺框架**由来已久。2020 年 9 月 15 日《中国货币政策执行报告》增刊的第二部分提到“结构性流动性短缺的货币政策操作框架”，可以理解为在商业银行贷款创造存款的理论体系下，中央银行通过法定存款准备金制度，调控商业银行准备金供求关系，制造的银行体系流动性“短缺”。人民银行提出的“结构性流动性短缺的货币政策操作框架”是在“结构性流动性短缺”的前提下，维持适当的法定存款准备金率

水平，并通过每日的公开市场逆回购操作提供短期流动性并持续培育短期政策利率，通过每月定时的 MLF 操作提供中期流动性并持续培育中期政策利率。在结构性流动性短缺框架下，降准、公开市场操作等均是央行投放流动性的常规操作。

2023 年 3 月 3 日在国新办举行“权威部门话开局”系列主题新闻发布会上，中国人民银行行长易纲在谈及降准时表示“2018 年以来我们 14 次降准，把法定存款准备金率从 15%降到不到 8%，不到 8%的法定存款准备金率，应当说不是像过去那么高了，但是用降准的这个办法来吐出长期的流动性、支持实体经济，还会是一种比较有效的方式来综合的考虑对经济的支持，使得我们整个的流动性在合理充裕的水平上”。易刚行长的表述引发了市场对于 3 月份降准的期待，尤其是 2023 年 1 月伊始银行间市场以同业存单利率为代表的资金利率逐步上行。然而 2023 年 3 月 15 日人民银行开展了 4810 亿元 1 年期中期借贷便利 (MLF) 操作和 1040 亿元 7 天期公开市场逆回购操作，考虑到 3 月份 MLF 到期量为 2000 亿元，这意味着 3 月央行实施了 2810 亿元净投放，为连续第四个月加量续做中期借贷便利 (MLF)，市场广泛预期 2 月份信贷依旧高增且央行选择连续加量操作 MLF，短期内降准的概率在下降。但颇令市场感觉意外的是，3 月 17 日央行宣布于 2023 年 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点(不含已执行 5%存款准备金率的金融机构)。本次下调后金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。后续还有进一步降准的可能吗？如何看待 2023 年的降准空间？我们通过梳理 2018 年以来历次降准事件发生的背景对此进行分析。

图 2 2018 年以来历次降准 (%)



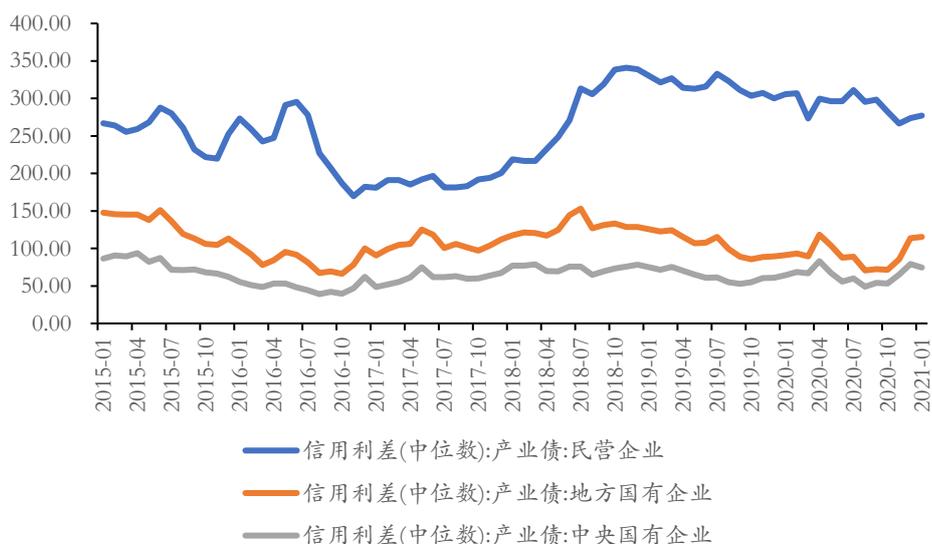
资料来源: wind、湘财证券研究所

2 2018 年以来历次降准事件梳理

2.1 2018 年：定向降准为主，支持民营小微企业融资

2018 年世界经济增速放缓，保护主义、单边主义加剧，国际大宗商品价格大幅波动，不稳定不确定因素明显增加，外部输入性风险上升。同时国内经济下行压力加大，消费增速减慢，有效投资增长乏力，实体经济困难较多，民营企业债务违约危机愈演愈烈。此外，2018 年在金融监管趋严的影响下，非传统的融资渠道大幅收紧，信托贷款和委托贷款的增速持续下降进一步加剧了民企融资收紧。民营和小微企业融资贵融资难是当时全社会高度关注的话题。习总书记在 2018 年 11 月 1 日民营企业座谈会上指出：“解决民营企业融资难融资贵问题。要优先解决民营企业特别是中小企业融资难甚至融不到资问题,同时逐步降低融资成本”。

图 3 2018 年民企信用债融资成本显著上行 (BP)



资料来源：wind、湘财证券研究所

在这样的背景下，针对民营小微企业的金融支持政策明显加力。回顾 2018 年，人民银行总计实施四次降准：

第一次为 2017 年是 9 月 30 日宣布，2018 年 1 月 25 日开始实施的面向普惠金融的定向降准，主要是针对普惠小微贷款达到一定比例的商业银行下调存款准备金率，凡前一年上述贷款余额或增量占比达到 1.5% 的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调 0.5 个百分点；前一年上述贷款余额或增量占比达到 10% 的商业银行，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调 1 个百分点。此前 9 月 27 日国常会会议上指出

“采取降税、定向降准等手段，激励金融机构进一步加大对小微企业的支持”；

第二次是 2018 年 4 月 17 日宣布，从 2018 年 4 月 25 日起，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；

第三次为是 2018 年 6 月 24 日宣布 7 月 5 日起，下调国有大型商业银行、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、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点，用于支持市场化法治化“债转股”项目，同时撬动相同规模的社会资金参与。此前 2018 年 6 月 20 日国常会上指出“运用定向降准等货币政策工具，增强小微信贷供给能力”；

第四次是 2018 年 10 月 7 日公布，从 2018 年 10 月 15 日起，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，当日到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。

通过这四次降准，剔除到期置换的资金，央行前后向市场释放了增量的资金，对市场流动性的补充较为充裕。从资金面上来看，2018 年市场流动性较为充裕，市场利率中枢整体处于下行趋势。通过整理数据，我们发现在四次降准前夕市场利率并未出现资金大幅收紧的情况，因此资金面不是影响央行是否实施降准的主导因素，但一般在国常会上定调降准，后续央行实施降准的可能性较大。

图 4 2018 年市场流动性仍较为充裕 (%)



资料来源：wind、湘财证券研究所

当时的的问题在于经济下行压力较大，民营企业经营环境恶化。商业银行出于对信贷资金安全考虑，将信贷重点放在资产规模大、盈利能力强、偿债有保证的大型国有大中型企业，对民营小微企业信贷需求持规避态度。所以当时人民银行采用定向降准而不是全面降准的方式来民营小微企业，主要是考虑到作为服务民营小微企业的主力军，中小银行不同于大型银行，在资金来源和资金成本仍不具优势的情况下，持续加大小微信贷业务的投入力度有一定的困难，降低这类机构的存款准备金率不仅能有效释放增量资源，而且也有助于通过向银行提供低成本资金来进一步降低企业的融资成本，进而对提升中小银行服务实体经济的能力产生积极作用。从实际效果来看，通过2018年四次定向降准，民营小微企业融资紧张状况有明显改善，综合融资成本进一步降低。

2.2 2019年：构建“三档两优”准备金率新框架

2019年世界经济增速持续下滑，国际贸易与投资增长表现不佳，全球总需求不足。与此同时国内“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力依旧较大。相比2018年，2019年民企小微企业融资难融资贵问题有所缓解，但由于对未来经济预期变弱，中小企业融资需求也出现疲弱现象，信用供给、需求两方面合力造成了中国信贷传导渠道不畅的局面。在内需疲弱、国际贸易环境不利的背景下，2019年央行共实施三次降准，普遍降准和定向降准一起出台，反映逆周期调节力度明显加大。

第一次是2019年1月4日国家总理在调研三大行时提出“进一步采取减税降费措施，运用好全面降准、定向降准工具”，这使得降准成为2019年货币政策主线。同日人民银行宣布2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点的存款准备金率，预计共投放8000亿的长期资金。本次降准主要目的在于一是对冲春节的现金需求波动，二是继续加大对小微企业和民营企业的支持力度。

第二次是2019年5月6日央行公布从2019年5月15日开始，对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率。对仅在本县级行政区域内经营，或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于100亿元的农村商业银行，执行与农村信用社相同档次的存款准备金率，该档次目前为8%。约有1000家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约2800亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。

5月6日央行宣布定向降准后，我国的存款准备金制度形成了“三档两优”准备金率基本框架。其中“三档”的法定存款准备金率分别是：

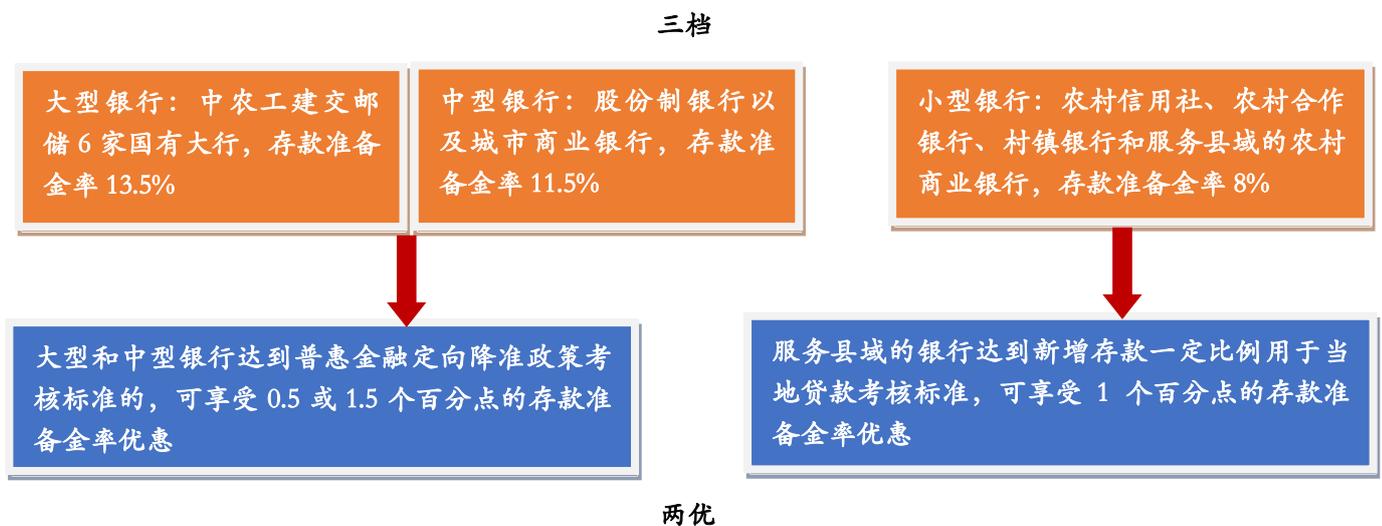
第一档针对大型银行，法定存款准备金率为 13.5%，包括工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行和邮政储蓄银行六家大型商业银行。

第二档针对中型银行，法定存款准备金率为 11.5%，包括股份制商业银行、城市商业银行、非县域农商行、外资银行。

第三档针对小型银行，法定存款准备金率为 8%，包括农村信用社、农村合作银行、村镇银行和服务县域的农村商业银行。

“两优”是指在三个基准档的基础上实行两项优惠政策。新框架下保留了普惠金融定向降准和“比例考核”政策两项优惠。普惠金融定向降准政策是对“三档”中第一档和第二档达到普惠金融领域贷款情况考核标准的银行，可享受 0.5 个或 1.5 个百分点的存款准备金率优惠。“比例考核”政策是对第三档中部分达到新增存款一定比例用于当地贷款考核标准的机构，可享受 1 个百分点的存款准备金率优惠。享受“两优”后，金融机构实际的存款准备金率水平要比基准档更低一些。

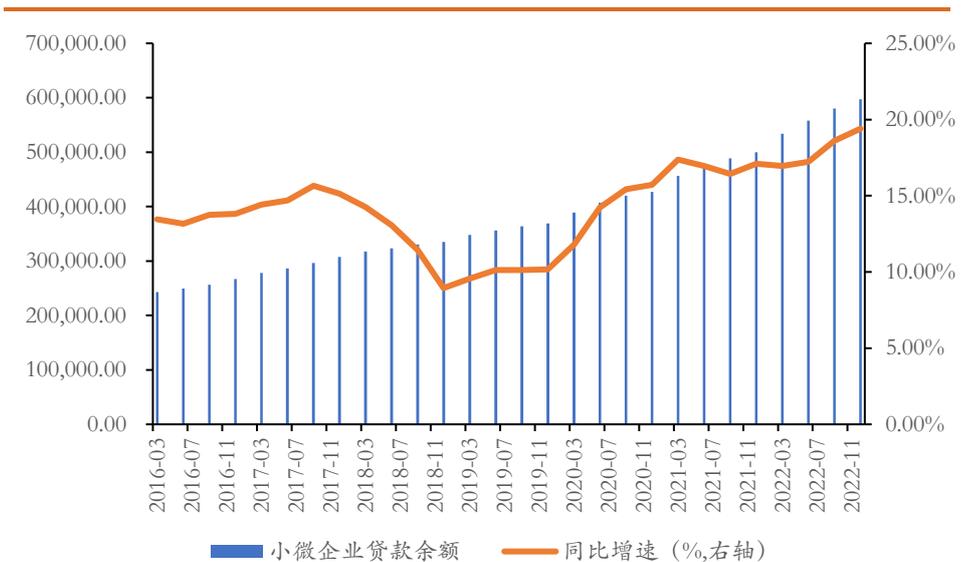
图 5 2019 年“三档两优”差异化准备金率框架



资料来源：中国人民银行官网、湘财证券研究所

由于中小银行特别是农村金融机构聚焦当地，服务县域和社区，但其客户和市场小而分散，揽储吸存成本较高，贷款信息成本、信用风险也高，在“三档两优”框架下对其执行较低的存款准备金率，除直接增加可贷资金外，还可弥补负债成本劣势，推动其开展贷款价格竞争，降低贷款利率水平，有利于增加当地金融供给。此外，“三档两优”框架激励大型银行和股份制银行发放普惠金融领域贷款，从实际效果来看，2019 年普惠金融领域贷款增长较快，小微企业贷款同比增速扭转下行趋势。

图 6 2019 年小微企业贷款同比增速扭转下行趋势 (亿元, %)



资料来源: wind、湘财证券研究所

第三次是 9 月 6 日央行发布降准公告, 宣布将于 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点, 并额外对仅在省内经营的城商行定向下调准备金率 1 个百分点, 其中定向降准资金将于 10 月、11 月分两次实施。此次降准属于全面降准搭配定向降准, 其主要目的是一是适时补充银行间流动性, 根据央行公告此次普遍降准和定向降准分别释放约 8000 亿、1000 亿流动性, 同时央行称此次降准将与月中税期形成对冲。二是旨在进一步降低融资成本, 央行在公告中称本次降准可降低银行资本成本每年约 150 亿, 通过银行传导可以降低贷款实际利率, 紧随其后 2019 年 9 月 1 年期 LPR 报价利率下行 5 个 BP, 反映降准对于支持实体经济融资成本下行效果显著。

2.3 2020 年: 响应国常会精神, 高频降准对冲疫情影响

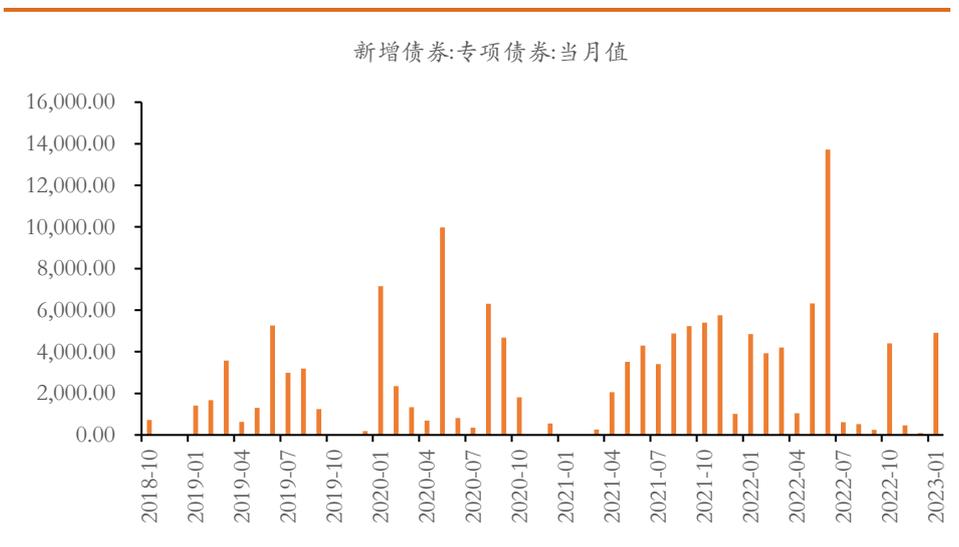
2020 年新冠疫情是宏观层面影响经济以及政策的最大主线, 尤其是在疫情影响最大的一季度, 在此期间经济活动暂时停摆。为防范流动性危机, 人民银行基于对困难和不确定性的充分估计, 采取了价降量宽、放松监管的政策组合, 总体目标是“支持实体经济特别是中小微企业渡过难关”。在此背景下, 2020 年央行共实施三次降准, 且均集中于上半年, 其中第二次降准和第三次降准之间仅间隔一个月, 这既体现了逆周期调控逐渐发力, 也说明疫情防控和经济恢复发展面临的急迫性。

第一次是 2020 年 1 月 1 日央行发布公告, 为支持实体经济发展, 降低社会融资实际成本, 决定于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。根据央行公告 1 月 6 日起, 我国大型银行、中型银行、小型银行存

款准备金率将分别降至 12.5%、10.5%和 7%。此次全面降准 50 个基点将释放长期资金约 8000 多亿元，将进一步帮助降低金融机构的资金成本约 150 亿元。

此次降准前夕疫情尚未爆发，2019 年 12 月 23 日李克强总理在成都考察时表示国家将进一步研究采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种措施，推动小微企业融资难融资贵问题明显缓解，由此市场普遍预期降准窗口已经打开。同时临近跨年的时间节点，现金需求、业绩考核、银行报表等多重因素都使得市场流动性压力比较大。此外，2020 年春节较早，1 月 6 日的降准时点既能够较好地帮助银行提前应对春节前可能的流动性缺口，又能够帮助满足年初专项债大量发行所带来的资金需求的提升，体现出了货币政策的“灵活适度”，因此这次降准的主要目的在于维持市场流动性平稳。

图 7 2020 年 1 月新增专项债发行额处于近年高位 (亿元)



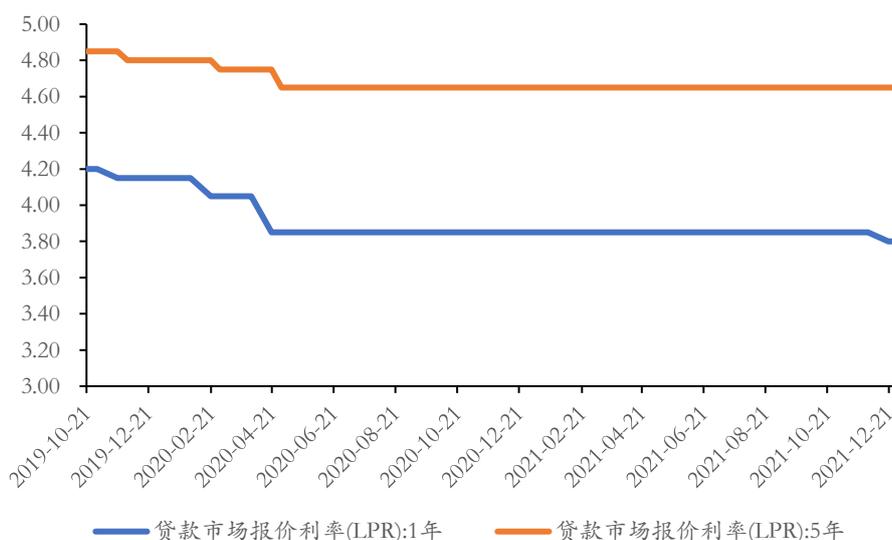
资料来源: wind、湘财证券研究所

第二次为 2020 年 3 月 13 日央行网站公告称中国人民银行决定于 2020 年 3 月 16 日定向降准，释放长期资金 5500 亿元。其中人民银行对达到普惠金融考核目标的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。此外对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点。此次降准为 3 月 10 日李克强总理主持召开的国务院常务会议落地措施。总理在 3 月 10 日国常会上指出“抓紧出台普惠金融定向降准措施，并额外加大对股份制银行的降准力度，促进商业银行加大对小微企业、个体工商户贷款支持，帮助复工复产，推动降低融资成本”。从央行实际落地的政策看，此次降准为定向降准，且亦同时强调“不搞大水漫灌，兼顾内外平衡”，并没有任何超过国常会确定的“定向降准”的范围。此外每年年初都会对定向降准指标进行考核，此次为 2019 年考核结果落地，实属惯例操作。额外操作仅为对股份制的定向降准，央行

对符合条件的股份行额外定向降准 1 个百分点释放 1500 亿流动性，支持其发放普惠金融领域贷款。经过此次定向降准，商业银行适度加大对普惠金融的信贷支持力度，有助扶持在疫情冲击下暂时经营困难的企业渡过难关。

第三次为 2020 年 4 月 3 日央行宣布对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。国务院总理李克强在 3 月 31 日召开国务院常务会议时在月内第二次提及定向降准，并推出包括增加再贷款再贴现等扶持政策。本次针对中小银行的定向降准是对国常会会议精神的落实，意在进一步定向扶持中小微企业，帮助加快企业的复工复产。与大企业相比，中小企业现金流管理能力较弱，抗风险能力较低，受疫情影响易出现因刚性固定成本支出、下滑的收入增长导致的流动性风险。而中小企业对经济体就业贡献最大，支持中小企业度过难关可达到有效稳增长、稳就业的目标。疫情发生以来中小企业风险一直是政策关注的重点。通过 3 月中旬实施普惠定向降准以及 4 月再次宣布对中小银行分阶段实施降准，一方面减少银行负债端成本，有助于降低实体融资成本；另一方面鼓励银行支持中小企业融资，为企业恢复生产提供适度的流动性。此外，由于中小银行缺乏有效渠道进行资本补充且中小银行间流动性分化，2019 年包商银行事件爆发以来金稳会多次就中小银行风险和改革表态。疫情冲击下实体经济增速下行，或对中小银行资产负债表带来一定的冲击。定向降准有助于缓解中小银行存量风险、缓解流动性分层、减少风险传递及对信用扩张的冲击。

图 8 2020 年上半年高频降准有效降低实体融资成本 (%)



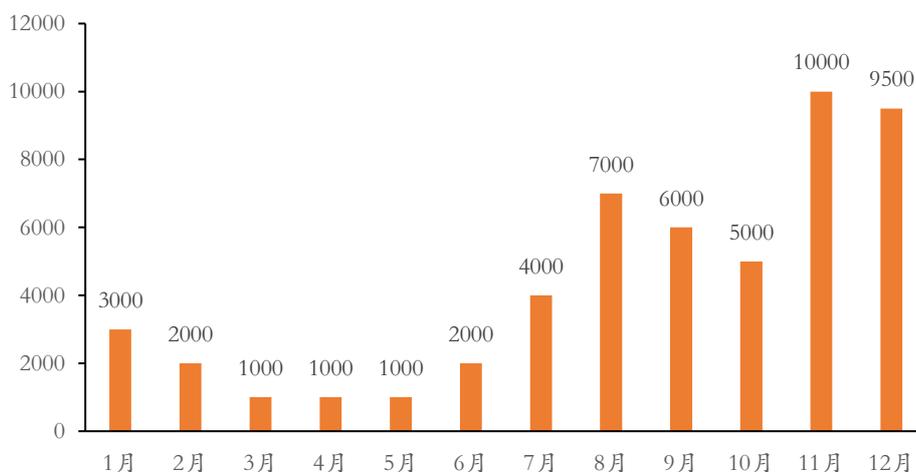
资料来源：wind、湘财证券研究所

2.4 2021 年：前瞻性降准巩固经济复苏势头

2021 年我国经济总体上表现出较好的复苏态势，经济增速在全球主要经济体中继续位于前列。其中出口作为拉动经济增长的“三驾马车”之一，对稳定经济增长发挥了重要作用。但当年强劲复苏的经济也面临不少挑战，包括大宗商品价格飙升、国际物流和供应链紧张等。在世界百年未有之大变局和新冠肺炎疫情全球大流行交织背景下，国内经济恢复发展面临一些阶段性、结构性、周期性的因素制约，2021 年货币政策体现了灵活精准、合理适度的要求，前瞻性、稳定性进一步提升，全年共计两次降低存款准备金率。

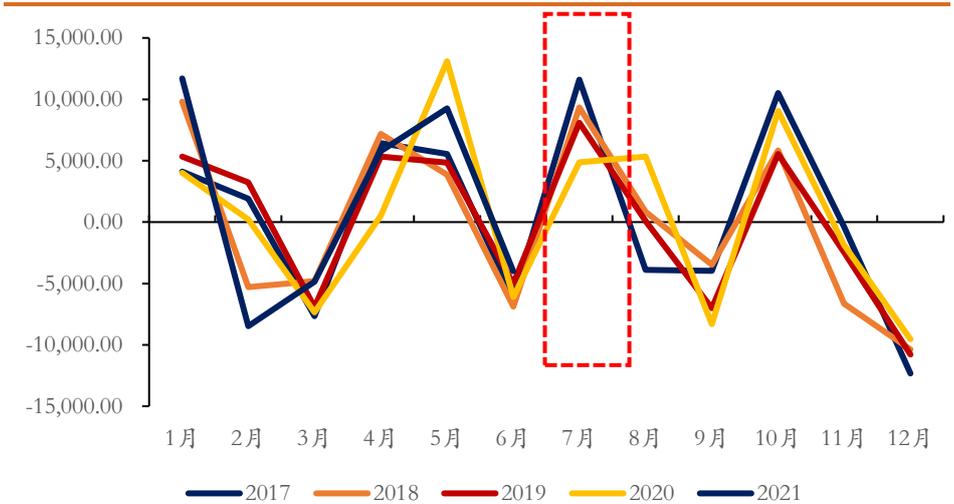
第一次是 2021 年 7 月 9 日央行发布公告称，中国人民银行决定于 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%。此次降准是对 2 天前国常会“适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持”精神的迅速贯彻。当时经济仍在稳步复苏，但经济恢复的基础尚不牢靠，因此此次降准释放出政策前瞻性稳增长信号。根据央行公告，此次降准“释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的中期借贷便利（MLF），还有一部分资金被金融机构用于弥补 7 月中下旬税期高峰带来的流动性缺口，银行体系流动性总量仍将保持基本稳定”。从 MLF 层面来看，截至 2021 年 6 月末市场 MLF 存续余额为 5.4 万亿，处于历史高位水平。且从到期量来看，7 月份开始市场将迎来大量中期借贷便利（MLF）集中到期，可见维持流动性稳定充裕是此次降准的主要目的之一。

图 9 2021 年 MLF 到期量集中于下半年（亿元）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

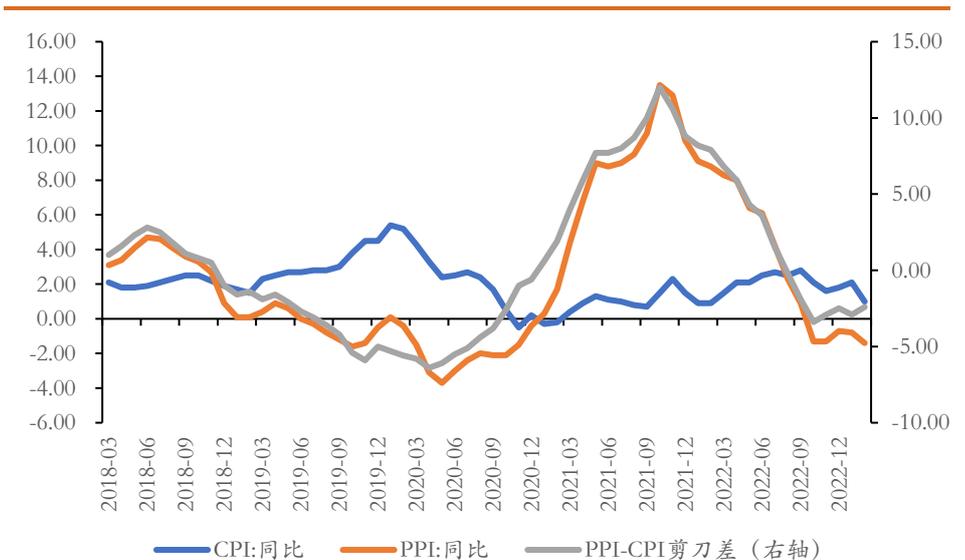
图 10 7 月份财政收支整体呈“收大于支”特征 (亿元)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

此外, 2021 年自年初以来, 大宗商品价格攀升促使集中于产业链中下游的中小微企业面临着极大的压力, PPI-CPI 剪刀差持续走高并创历史新高表明中下游企业利润成本空间逐步缩窄, 广大中小微企业受到负面冲击较重, 亟需金融支持。根据央行公告以及有关负责人就下调金融机构存款准备金率答记者问中的表述“今年以来部分大宗商品价格持续上涨, 一些小微企业面临成本上升等经营困难”, 此次降准有效增加金融机构支持实体经济的长期稳定资金来源, 引导金融机构积极运用降准资金加大对小微企业的支持力度, 前瞻性保障经济基本面平稳运行。

图 11 2021 年 PPI-CPI 剪刀差达到近年高位 (%)

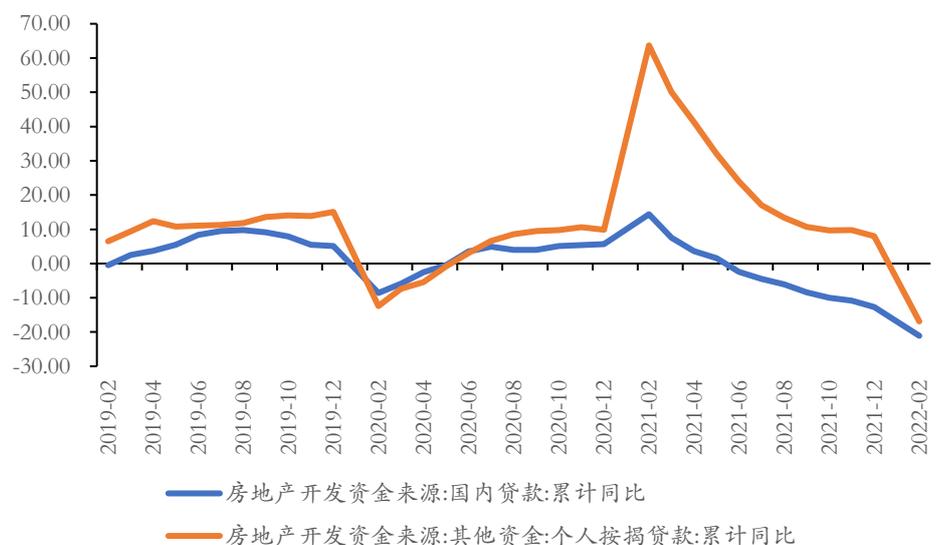


资料来源: Wind、湘财证券研究所

第二次是2021年12月6日央行宣布将于2021年12月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。此次降准共计释放长期资金约1.2万亿元，释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的中期借贷便利（MLF），还有一部分被金融机构用于补充长期资金，更好满足市场主体需求。此次降准的背景是落实李克强总理“适时降准”要求，应对经济下行压力，尤其是地产投资等领域，加大对实体经济的支持力度。12月3日下午国务院总理李克强视频会见IMF总裁格奥尔基耶娃时提出“运用多种货币工具，适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度”。李克强总理在会谈中提到中国经济“面对复杂环境和新的下行压力”。

从数据上看，2021年一季度GDP同比增长18.3%，两年平均增长5.0%；二季度GDP同比增长7.9%，两年平均增长5.5%；三季度GDP同比增长4.9%，两年平均增长4.9%。四季度GDP本身就面临上一年的超高基数（2020年第四季度GDP同比增长6.5%），加上2021年10月下旬以来局部疫情反复对内需和消费将造成较大影响，基建投资年内未现发力迹象，同时前期地产调控政策快速收紧，恒大等房企无法履责等风险事件发酵，地产行业风险已成为当年最大风险点之一。由于当时行业底部可能还没出现，稳增长的诉求上升。此外，在上游价格高、小微企业经营压力大的背景下，降准可以保证金融体系继续向实体融资提供支持，加大对小微企业的支持力度。从实际效果上来看，2021年12月15日降准之后，当月1年期贷款市场报价利率（LPR）为3.8%，较上月下降0.05个百分点。

图 12 2021 年 12 月房地产企业开发贷款仍然受限 (%)



资料来源：wind、湘财证券研究所

2.5 2022 年：疫情影响加大，降准旨在稳增长、强预期

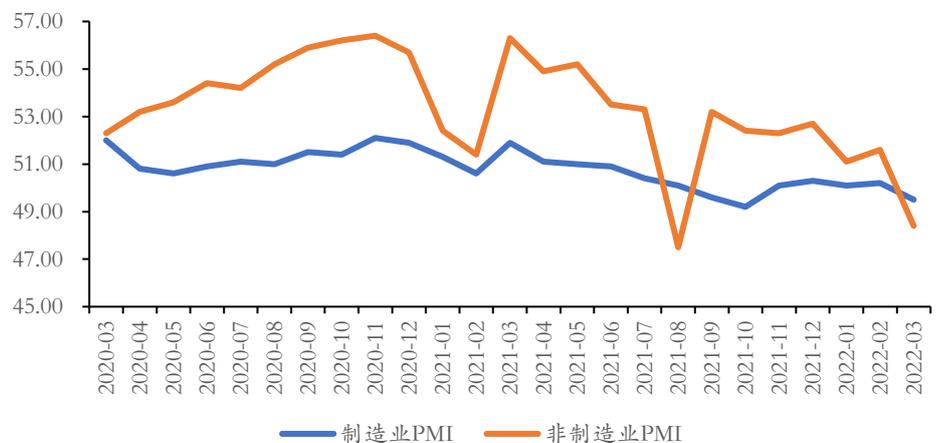
2022 年中国经济在全球经济增长放缓、通胀高位运行、地缘政治冲突持续、国内疫情扰动反复等多重因素影响下整体恢复基础尚未牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力仍然较大。在此背景下，人民银行把稳增长和强预期放在突出的位置，加大稳健货币政策实施力度，全年通过两次降准为实体经济提供超 1 万亿元长期流动性，其目的是推动降低企业综合融资成本和个人消费成本，降低微观主体的债务负担，增加居民消费和企业投资信心和能力。

第一次为 2022 年 4 月 15 日中国人民银行决定于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），此外对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5% 的农商行，额外多降 0.25 个百分点。本次降准后金融机构加权平均存款准备金率为 8.1%。此次降准符合预期，4 月 13 日国常会宣布“适时运用降准等货币政策工具，推动银行增强信贷投放能力，进一步加大金融对实体经济的支持力度”。2018 年以来总理曾经有 10 次在国常会上或其他公开场合表态“降准”，最终有 9 次央行随后宣布降准，间隔时间 2-19 天不等。唯一的例外出现在 2020 年 6 月 17 日国常会提出“综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力”，但降准最终未落地。

此次降准的背景是当时经济下行压力加大，房地产需求依然低迷。2022 年以来出口增速高位放缓趋势明显，输入性通胀导致企业成本压力大幅上升，同时上海深圳等多地疫情形势较为严峻，对生产、投资、消费和供应链物流等各个环节产生较大冲击，3 月 PMI 再度回落至荣枯线下。面对内外形势变化，作为相对灵活的逆周期调节手段，货币政策在稳定经济增长方面需要有所作为，而降准首要目的在于稳定市场预期。从 2022 年 3 月底央行一季度货政例会看，新关注“地缘政治冲突升级”和“国内疫情发生频次有所增多”，明确提出“加大货币政策实施力度”和“提振信心”。此外，本次降准旨在降成本，呵护实体经济尤其是中小微企业。根据央行公告显示，降准有两大目的，一是优化金融机构资金结构，增加金融机构长期稳定资金来源，增强金融机构资金配置能力，加大对实体经济的支持力度；二是引导金融机构积极运用降准资金支持受疫情严重影响行业和中小微企业。从实际效果来看，经过此次降准之后 2022 年 5 月份 5 年期 LPR 报价利率由 4.60% 调整至 4.45%，显著下行 15 个 BP。值得关注的是，此次降准力度只有 25BP，低于此前市场一致预期的 50BP，2018 年以来历次降准基本都在 50BP 以上，

据此看本次降准实属克制的放松。2022年1月19日央行副行长刘国强曾表示“当前金融机构平均存款准备金率是8.4%，这个水平已经不高了”，但也指出“空间变小了，但仍然还有一定的空间，我们可以根据经济金融运行情况以及宏观调控的需要使用”。考虑到2021年12月6日央行降准时曾表示“除已执行5%存款准备金率的部分县域法人金融机构外，对其他金融机构普遍下调存款准备金率0.5个百分点”，隐含存款准备金率下限可能在5%左右。因此后续降准总空间可能为310bp，空间已较为有限。预计后续降准步幅0.25BP或将成为常态。

图 13 疫情冲击导致 2022 年 3 月回落至荣枯线下方 (%)

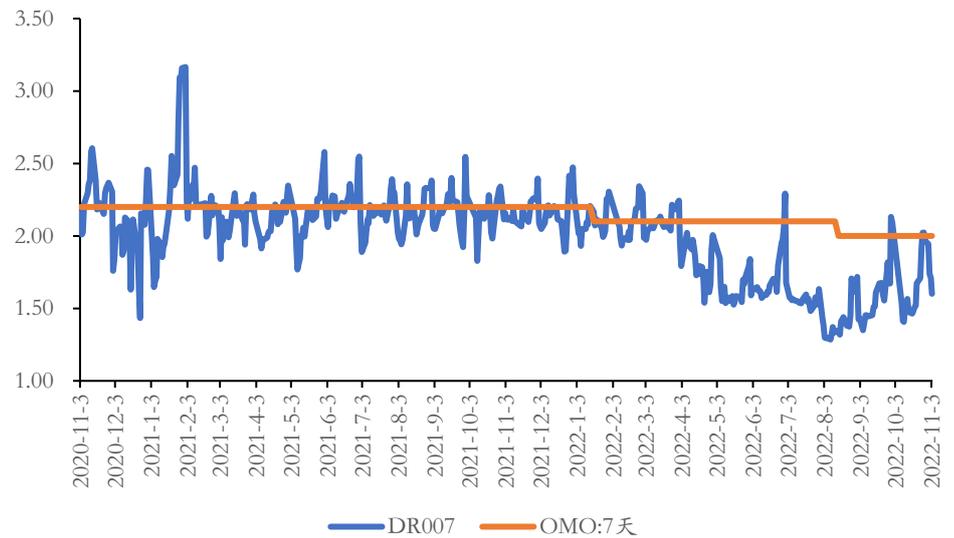


资料来源：Wind、湘财证券研究所

第二次为2022年11月25日央行宣布决定于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），共释放长期资金约5000亿，本次下调后金融机构加权平均存款准备金率约为7.8%。此次降准也在市场预期之内，11月22日国务院召开常务会议提到要“加大对民营企业发债的支持力度，适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”，可见国常会已对降准进行了预警。此次降准的经济背景是10月以来国内再度出现多点散发疫情，11月中旬时受疫情影响的城市数量已经超过了4月最高的时候，对生产生活形成影响。从降准之前的高频数据来看，11月生产、消费、出口同比增速或较10月继续回落。同时10月金融数据重新走弱，显示了宽信用的内生动力依然不足。因此从经济基本面看，对政策继续加码稳增长的需求依然比较高。此外，从资金面来看，11月资金面逐步紧张，且波动幅度加大，月中DR007利率均值已接近2%的逆回购利率，同时1年期同业存单利率也上行超过2.4%，距离MLF利率还剩不到35bp。由于稳增长依然需要相对宽松的流动性支持，且

央行在三季度货政执行报告中表示“为巩固经济回稳向上态势、做好年末经济工作提供适宜的流动性环境”，因此央行仍需投放流动性对冲资金边际收紧的压力。从效果来看，本次降准后流动性缺口将明显减小，短期内有助于修复情绪、提振信心。

图 14 11 月市场资金利率进一步向政策利率收敛 (%)



资料来源：wind、湘财证券研究所

图 15 11 月同业存单利率已接近 MLF 利率 (%)



资料来源：wind、湘财证券研究所

综上所述，通过梳理 2018 年—2022 年 14 次降准的经济基本面背景、政策初衷以及效果，我们得出以下观点：

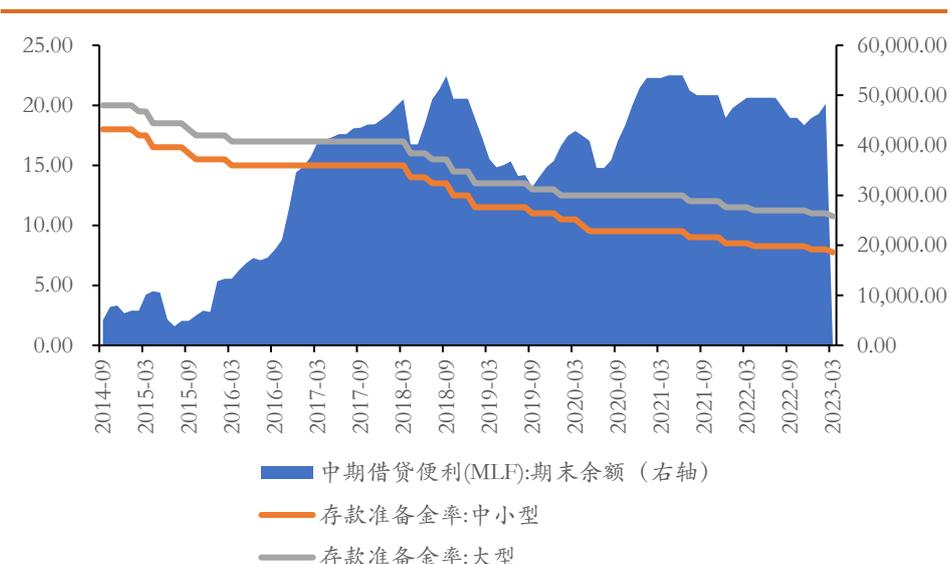
一是降准窗口往往出现在经济下行、信用疲弱阶段。比如 2018 年 4 月、2020 年 1 月、2020 年 3 月、2021 年 12 月、2022 年 4 月、2022 年 12 月等降准公告时点均对应国内经济基本面承压，央行需要放松银行面临的流动性约束，来推动实体融资需求好转。此外，近年来降准作为一项常态化流动性投放工具，除了能够为银行提供稳定的中长期负债之外，还能够降低银行的负债端成本。主要原因在于 MLF 不能完全等同于降准，MLF 资金成本比降准要高，虽然加量投放，但是价格偏贵。对商业银行而言，央行投放 MLF 成本为 2.75%，而法定存款准备金付息利率为 1.62%。如果全部靠 MLF 来投放基础货币，则不利于缓和商业银行负债成本，进一步影响实体经济融资成本的下行。

图 16 降准窗口往往出现在经济下行、信用疲弱阶段 (%)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

二是在基本面未见下行的情况下，央行降准置换 MLF 的触发条件是 MLF 存量突破 5 万亿元。央行加量续作 MLF 往往对降准存在一定的替代效应，但在 MLF 存量超过一定临界值以后，即使在经济基本面未见下行的情况下，央行仍有可能通过实施降准置换到期 MLF。例如 2018 年与 2021 年，随着 MLF 存量规模走高，尽管当年经济并未面临显著的衰退压力，央行仍然选择了降准置换 MLF 的方式。2018 年 4 月和 10 月的降准置换触发点在于前一个月 MLF 存量达到 4.9 万亿元以上，而 2021 年 7 月和 12 月降准置换 MLF 则对应前一个月 MLF 存量达到了 5 万亿元以上。此外，最近一次降准为 2023 年 3 月，当前经济基本面仍在恢复阶段，但 MLF 存量已达到了 51090 亿元，客观上已存在触发降准置换 MLF 的可能性。

图 17 MLF 余额与存款准备金率（亿元，%）


资料来源：Wind、湘财证券研究所

三是 0.25 个百分点的降准幅度或是未来常态。2018 年以来历次降准基本都在 50BP 以上，但从 2022 年开始每次降准力度只有 25BP。且从年均次数来看，2021 年以来每年平均降准 2 次，且上半年和下半年各一次，两次间隔 5-6 个月。2022 年 1 月 19 日央行副行长刘国强曾表示“当前金融机构平均存款准备金率是 8.4%，这个水平已经不高了”，但也指出“空间变小了，但仍然还有一定的空间，我们可以根据经济金融运行情况以及宏观调控的需要使用”。考虑到 2021 年 12 月 6 日央行降准时表示“除已执行 5% 存款准备金率的部分县域法人金融机构外，对其他金融机构普遍下调存款准备金率 0.5 个百分点”，隐含存款准备金率下限可能在 5% 左右。因此后续降准总空间可能为 260bp，空间已较为有限，预计后续降准步幅 0.25BP 或将成为常态。此外，2018 年以来总理曾经有 10 次在国常会上或其他公开场合表态“降准”，最终有 9 次央行随后宣布降准，间隔时间 2-19 天不等。唯一的例外出现在 2020 年 6 月 17 日国常会提出“综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力”，但降准最终未落地。由此可见国常会“适时降准”、“综合运用降准”、“进一步实施降准”等表述往往对降准有一定的预示作用。

3 2023 年还有进一步降准的可能吗？

2023 年 3 月 17 日央行决定于 2023 年 3 月 27 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），此次降准释放流动性可能略高于 5000 亿元。本次下调后金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。本次降准略超预期，3 月 15 日央行连续 4 个月超额续作 MLF。而本次宣布降准距离当月续作 MLF 仅 2 天。25 个 BP 的全面降准叠加此前累计超额续作的 7090 亿元 MLF，实际效果接近于全面降准 50 个 BP。但此次降准也在情理之中，一是降准时点是在新任总理李强领导下的新一届国务院全面履职近一周后，二是李强总理在两会闭幕后的记者会上指出短期经济目标实现要打好“组合拳”，中国经济预期增长目标定为 5% 左右，这是我们综合考虑各方面因素后确定的。当然中国的经济总量已经突破 120 万亿元，基数很高，加上今年的新挑战不少，要实现 5% 左右的增长，并不轻松，需要倍加努力。从领导层的表态来看，降准或许一直都在工具箱之内。

此次降准的背景在于当前经济发展仍处于初步恢复阶段，消费仍旧在缓慢恢复过程中，外贸仍然面临较大压力，且房地产仍处在调整阶段。同时 2 月份城镇调查失业率同比为 5.6%，较 1 月上升 0.1 个百分点，就业总量压力仍然存在。今年新增就业目标 1200 万，预计后续稳就业将面临不少困难，还需政策助力。从资金面上来看，2023 年前 2 个月的信贷数据增长较快，商业银行超储消耗过快，2 月以来资金利率逐步向政策利率回归，DR007 持续上行，本次降准有助于缓解资金收紧预期以及商业银行面临的流动性收紧约束，增强银行后续信贷投放能力。此外，近期美国银行业和瑞士信贷风险给市场带来一定影响，降准也有助于提前应对外部风险带来的压力。

本次降准后，年内还有还有进一步降准的可能吗？我们认为年内还有一次降准，幅度 0.25 个百分点，时间窗口大概率位于四季度。从经济基本上来看，2023 年《政府工作报告》中 5.0% 的经济增速目标偏保守，但并不意味着经济增长诉求的降低。《报告》将今年城镇新增就业预期目标设置为 1200 万人左右，由于近年来 GDP 每增长一个百分点拉动就业人数均值为 221 万人，对应实现 1200 万人的新增就业目标需要的实际 GDP 增速中枢是 5.4%。我们初步预测 2023 年实际 GDP 增速大致位于 5.4%-5.5% 这一区间内。李强总理曾表示“今年的新挑战不少，要实现 5% 左右的增长，并不轻松，需要倍加努力”。考虑到 2023 年是新一届政府开局之年，预计稳增长仍是政府的主线工作。研判全年经济走势，我们认为随着稳增长政策的前置发力，上半年经济复苏的确定性较高。一季度居民线下消费恢复缓慢，整体仍处于“强预期”和“弱现实”的矛盾交织期。二季度随着消费反弹以及财政

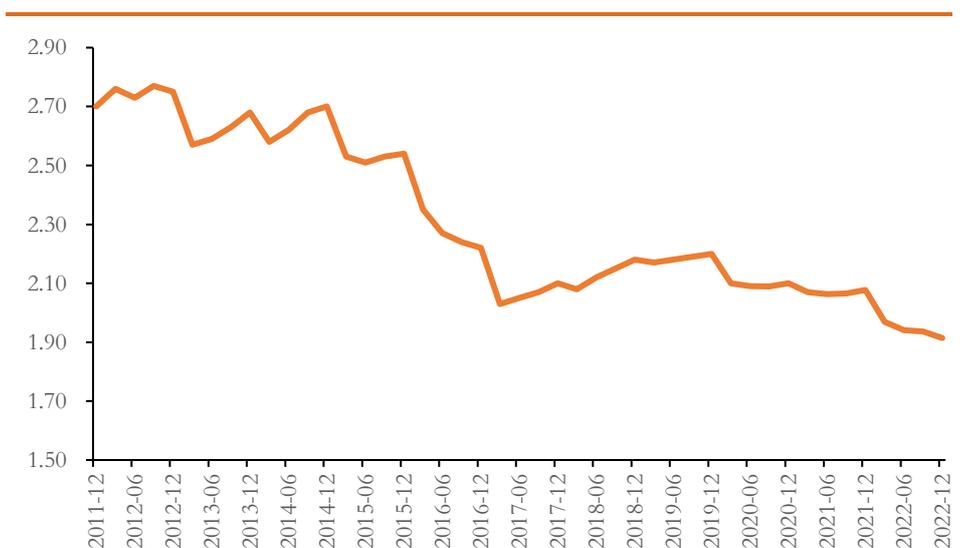
政策发力，经济增速或达到年内高点。下半年前期稳增长政策效应衰减，地产和出口或将对经济形成明显拖累。为提振内需，仍需要宽信用政策发力。考虑到近年来在政策的引导下，银行资产端收益的下降幅度远远大于负债端成本，净息差持续收窄。2022年12月净息差仅有1.91%，为2010年以来新低。考虑到年初以来同业存单利率震荡上行，预计2023年银行净息差或将继续收敛。为进一步降低商业银行负债端成本，增强商业银行信贷投放能力，为降低实体融资成本扩展空间，下半年仍有降准的必要。

图 18 当前青年人口失业率延续上行 (%)



资料来源：wind、湘财证券研究所

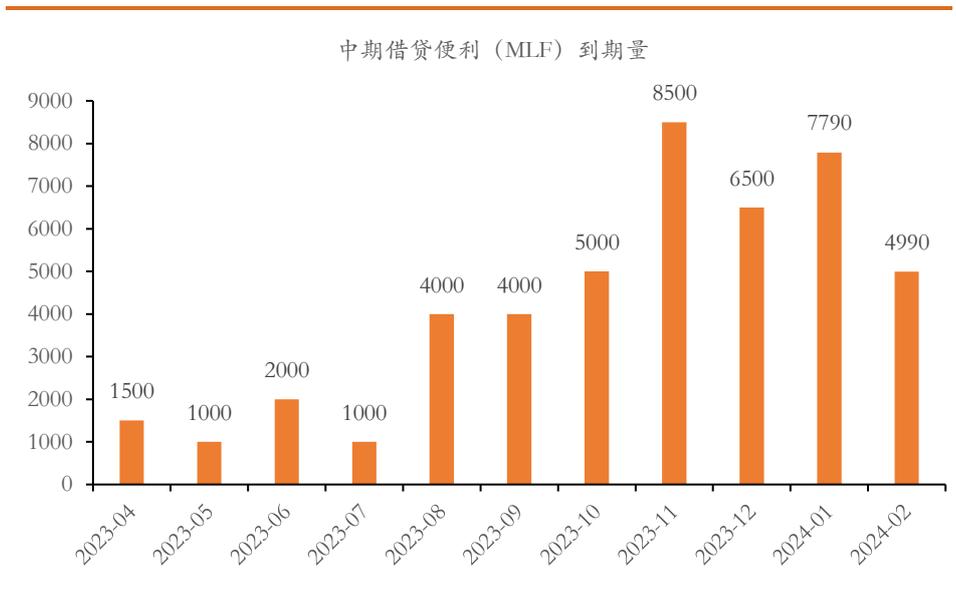
图 19 目前商业银行净息差已处于历史低位 (%)



资料来源：wind、湘财证券研究所

从资金面上来看，央行在 2022 年已经依法上缴了所有的历史结存利润，再以此投放基础货币的空间有限。时点上来看，今年四季度将再度迎来 MLF 到期高峰，总规模达 2 万亿。从微观机制上对续作 MLF 与降准进行对比，考虑到 MLF 操作对手方主要是国有大行和股份制银行，资金要通过同业存单等渠道才能传导到中小银行。这一方面拉长了传导链条，也增加了中小银行的资金成本，进而抬高了主要由中小银行提供贷款的小微企业的融资成本。因此降准置换 MLF 具有一定的“直达”效应，对降低小微企业融资成本的效果更为明显，预计四季度央行大概率通过降准置换部分到期 MLF。

图 20 2023 年四季度再度迎来 MLF 到期高峰（亿元）



资料来源：wind、湘财证券研究所

4 风险提示

货币政策收紧超预期；消费恢复不及预期；房地产修复不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。