

行业研究

如何理解准备金率“紧急迫降”？

——流动性观察第 77 期

本周流动性主要观点

如何理解准备金率“紧急迫降”。回溯 2011 年以来央行推出降准政策的“官宣”与“执行”时点不难发现，过去十年 12 月份降准并未出现过，12 月不是降准高概率窗口期。但结合今年较为“急迫”的降准，可以从三个方面来解读：

一是在时间上与中央经济工作会议“错位”。12 月是政策敏感期，会先后召开讨论经济议题的政治局会议和年度中央经济工作会议。因此，适度前置降准官宣时点，在时间上形成一定“错位”，有助于为即将召开的中央经济工作会议定调明年的宏观经济和调控政策作铺垫，更好地引导市场预期。

二是 12 月份到期的 9500 亿 MLF 需要适度退出。12 月份 9500 亿 MLF 到期是去年央行为应对永煤和紫光信用违约事件而开展的“扭转操作”，具有应急性资金的性质，在今年到期后部分退出理所当然。预计降准后 12 月份 MLF 退出规模在 4000-5000 亿。

三是侧面反映出经济下行压力较大，保市场主体、保就业要求迫切。尽管下半年以来，宏观经济开始承压下行、融资需求走弱，但全年完成 6% 以上的 GDP 增速目标问题不大，金融机构对实体经济减费让利的 KPI 考核目标也基本能够实现。此时降准，更多原因是通过释放宽松信号提振市场信心，护住中小企业基本盘，避免明年年初信贷增长乏力、宏观经济增长滑出合理区间。

基于商业化原则，12 月 20 日 LPR 调整概率不大，但 2022 年仍存在调整窗口。测算结果显示：若采用边际成本法，降准对于国股报价行的综合负债成本改善幅度为 1.8bp，不足以驱动 1Y-LPR 报价 5 个 bp 步长的调整。若采用全成本法，个别机构综合负债成本改善幅度超过了 5bp，但整体幅度为 2.4bp，同样不足以驱动 LPR 调整。因此仅基于商业化原则来看，若 12 月 MLF 利率稳定，则 LPR 报价不应出现下调。除此以外，仍需考虑：① 当月连续降准降息，释放的信号过于强烈，可能会令市场预期不稳，造成金融市场大幅波动，而且这一现象自 2016 年以来并未出现过。② 目前 1Y LPR 报价利率不高，如果再调降 LPR 则可能因为重定价因素对银行收益端造成更大挤压，因此部分报价行可能不愿调降 LPR 报价。**未来，LPR 是否下行主要看经济增长压力，2022 年仍存在调整窗口。**从稳定房地产市场销售、缓释地产风险对上下游产业链经营性负债的挤压、保障农民工工资正常发放等角度出发，相较于 1Y-LPR，适度下调 5Y-LPR 报价以更好的满足居民合理购房需求，引导杠杆率从企业端向居民端切换，是更优解。

政治局会议对于房地产提法有三点启示。一是保障房建设地位提升。政治局会议将保障性住房建设前置，料后续保障性住房发挥更大作用。这种方式既有房地产领域的调控自主权，又不减弱对于地产链的拉动。**二是再谈“满足购房者的合理住房需求”，稳定住房销售可能提上日程。**销售稳定是化解存量风险和防范增量风险的重要抓手，按揭贷款投放共知度高、确定性强，将维持“量增价降”格局，引导杠杆从企业端向居民端转移。因此如果销售不及预期，不排除出台进一步稳销售举措。**三是强调“促进房地产健康发展，良性循环”，**未来房地产市场将进入新的发展阶段，即房地产企业经营模式将从高杠杆转向低杠杆，从非标融资转向标准化融资，从集团统筹资金转向项目自身造血，从粗放经营转向精细化发展阶段。

风险分析：宏观经济下行压力加大，宽信用力度不及预期。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

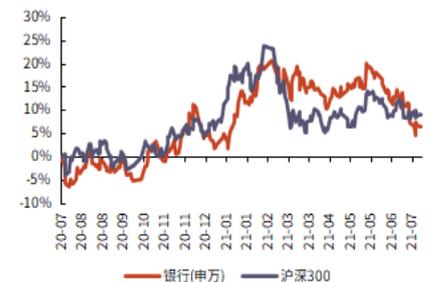
wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

降准降息会“双箭齐发”吗？——流动性观察第 76 期

手把手教你测算 2022 年社融、信贷与 M2——流动性观察第 75 期

“碳减排”支持工具影响几何？——流动性观察第 74 期

从 RMBS 重启看房地产政策“松绑”——流动性观察第 73 期

“宽信用”的沙盘推演——流动性观察第 72 期

如何看待央行缩表近万亿？——流动性观察第 71 期

从超低票据利率看 7 月贷款增长——流动性观察第 70 期

8 月份利率会迎来拐点吗？——流动性观察第 69 期

定量测算：为什么 LPR 报价维持不变？——流动性观察第 68 期

从银行视角看 2021 年政府工作报告——流动性观察第 67 期

12月6日，央行宣布决定于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），共释放1.2万亿资金，其中一部分资金将被金融机构用于归还到期的MLF，还有一部分被金融机构用于补充长期资金，以更好地满足市场主体需求。对此我们点评如下：

1、为何本次降准略显“急迫”？

在12月3日（上周五）李克强总理提出“适时降准”后，市场虽然预期央行可能在本周五官宣，但本周一即落地官宣，进度超出市场预期。

我们回溯2011年以来央行推出降准政策的“官宣”与“执行”时点不难发现，过去十年来12月份降准并未出现过，12月并非降准高概率窗口。那么为何本次打破常规，从李克强总理提出到央行官宣，中间仅仅间隔周末？我们认为应从三个方面来解读：

一是在时间上与中央经济工作会议“错位”。12月是宏观政策敏感期，会先后召开讨论经济议题的政治局会议和年度中央经济工作会议，因此给予降准的时间窗口并不多。适度前置降准官宣时点，在时间上形成一定“错位”，有助于为即将召开的中央经济工作会议定调明年的宏观经济和调控政策作铺垫，更好地引导市场预期。

二是12月份到期的9500亿MLF需要适度退出。12月份9500亿MLF到期是去年央行为应对永煤和紫光信用违约事件而开展的“扭转操作”，具有应急性资金的性质，在今年到期后部分退出理所当然。预计降准后12月份MLF退出规模在4000-5000亿。

三是侧面反映出经济下行压力较大。尽管下半年以来，宏观经济开始承压下行、融资需求走弱，但全年完成6%以上的GDP增速目标问题不大，金融体系对实体经济减费让利的KPI考核目标也基本能够实现。在此情况下，央行依然在临近年末时点降准，从侧面反映出今冬明春宏观经济下行压力较大，需要尽快对经济“稳增长”做出举措。更为重要的考虑在于：

1) 保市场主体重要度提升。当前国内疫情仍然呈现散发状态，对产业链、供应链体系上的小微企业冲击持续存在，中小微企业正常运行压力巨大，市场微观主体不稳固。

2) 保就业提上议事日程。部分房企现金流风险加大，个别房企出现债务违约，造成房地产市场震荡，投资需求不振。临近年末，房企牵涉到的上下游产业链经营性债权债务压力提升，加之中小企业在疫情反复零散性冲击下，生产经营压力加大，涉及农民工工资等“保民生”领域问题较为突出，灵活就业人群收入稳定性下降，长尾客群金融风险抬头。

因此，降准政策推出“时不我待”，核心原因是通过释放宽松信号提振市场信心，护住中小企业基本盘，避免明年年初信贷增长乏力、宏观经济增长滑出合理区间。

表 1：2011 年以来央行降准概率分布

宣布月份	执行月份	次数	概率
1 月	1 月	3 次	15%
2 月	2 月	2 次	10%
3 月	3 月	1 次	5%
4 月	4 月	4 月份 3 次 5 月份 1 次	20%
	5 月		
5 月	5 月	1 次	5%
6 月	6 月	0 次	0%
7 月	7 月	2 次	10%
8 月	8 月	0 次	0%
9 月	9 月	9 月份 2 次 10 月份 1 次 11 月份 1 次	20%
	10 月		
	11 月		
10 月	10 月	2 次	10%
11 月	11 月	12 月份 1 次	5%
	12 月		
12 月	12 月	0 次	0%

资料来源：央行官网、Wind，光大证券研究所整理

2、20 日 LPR 会出现下调吗？

从成本加成的定价模型方面考虑

我们可以对本次降准的政策效果进行定量测算。从银行体系负债成本改善的角度看，本次降准的影响分为两个部分：

一是直接影响。根据央行的表述，此次降准降低金融机构资金成本每年约 130 亿元，基本原理是银行在损失法定存款准备金 1.62% 的收益的同时，减少了 MLF 2.95% 的利息支出。

二是间接影响。本次降准释放 1.2 万亿资金，通过置换部分 MLF 有助于释放质押的利率债，进而起到改善银行流动性监管指标，降低对 NCD 融资需求效果，加之市场对后续流动性较为乐观，有助于引导金融市场端利率特别是中长端利率的下行，在银行同业负债到期重定价时，将改善银行同业负债成本。

目前，LPR 报价行一共 18 家，其中国股银行 11 家，其他机构还包括部分城农商行、民营银行和外资银行。为了便于分析，我们主要选取 11 家国股银行作为样本进行测算，并作如下假设：

(1) LPR 定价模型中，资金成本权重占比约为 60%，是影响 LPR 报价最重要的原因，假定管理成本、资本成本及风险成本短期内不会出现显著变化。

(2) OMO 期限主要为 7 天，且央行自 3 月份以来持续每日开展 100 亿 OMO，即上市银行资产负债表中“向央行借款”科目可近似视为仅为 MLF。

(3) 同业负债主要包括同业存放、拆入资金以及卖出回购，其中同业存放占比将近 80%，主要包括活期和定期两类，平均期限为 3-4 个月，属于同业负债的中端期限品种。降准过后，在利率走廊约束下，预计短端资金利率基本维持稳定，7 月 7 日国常会提及“降准”表述至今，国股 NCD 利率降幅为 20bp，考虑到同业存放业务的市场化程度略低一些，假定期间利率降幅为 10bp。11 月

20 日至今，国股 NCD 利率降幅为 7bp，降准过后料 NCD 利率会继续小幅下降，假定 11 月 20 日-12 月 19 日 NCD 利率降幅 10bp，同业存放降幅 5bp。

(4) 5Y-LPR 具有较强的政策导向性，市场化程度相对较低，本文对 LPR 报价的测算主要针对 1Y-LPR。

(5) 本次降准对银行综合负债成本改善的测算，**并未考虑核心存款成本的运行情况**。事实上，今年以来，一般存款与同业负债“跷跷板”效应较为明显，特别是股份制银行负债稳存增存压力有所加大，尽管在存款利率报价机制改革后，中长期定期类存款和大额 CD 利率降幅明显，但核心存款成本依然承压，若将这一块纳入 LPR 测算模型中，会稀释降准对银行体系负债成本的改善效应。

表 2：降准后国股行 LPR 报价测算

机构	置换 MLF 规模上限 (万亿)	同业负债余额 (扣除 NCD, 亿元)	NCD 余额 (亿元)	直接影响 (亿元)	间接影响 (全成本法, 亿元)	间接影响 (边际成本法, 亿元)	综合付息率改善 (全成本法, 亿元)	综合付息率改善 (边际成本法, bp)
工行	0.02	33752	5608	3.29	38.22	19.11	1.35	0.84
农行	0.09	38938	6180	11.80	43.51	21.76	2.41	1.89
中行	0.11	25850	5608	14.46	31.90	15.95	1.79	1.40
建行	0.11	29642	5608	14.77	34.93	17.46	1.89	1.45
交行	0.03	18245	5608	4.59	25.81	12.91	3.00	2.54
招商	0.03	13422	1977	4.00	14.69	7.35	2.41	1.89
中信	0.02	15000	6774	3.12	25.55	12.77	4.04	3.39
民生	0.02	18393	8270	2.54	31.25	15.63	5.40	4.75
浦发	0.02	14414	4954	2.97	21.44	10.72	3.40	3.07
兴业	0.02	23084	6782	2.80	32.03	16.02	4.57	4.47
合计	0.48	230739	57368	64.34	299.33	149.66	2.40	1.81

资料来源：Wind，各公司公告，光大证券研究所测算整理；其中：计息负债余额、一般存款余额、MLF 余额（用央行借款近似替代）、同业负债余额、NCD 余额来自各家公司公告，时间为 2021 年 Q3。其中工行、中行、建行、交行在公告中并未披露 NCD 余额数据，我们用国有大行 NCD 余额扣减农行数据后取均值。其他数据为测算值。

测算结果显示：

若采用**边际成本法**，降准政策对国股报价行综合负债成本的改善幅度约 1-5bp，其中同业负债占比较高的如兴业银行、民生银行改善幅度相对较大。但整体而言，**降准对于国股报价行的综合负债成本改善幅度为 1.8bp，不足以驱动 1Y-LPR 报价 5 个 bp 步长的调整。**

若采用**全成本法**，个别机构综合负债成本改善幅度超过了 5bp，但整体幅度为 2.4bp，仍不足以驱动 LPR 调整。

因此，**仅仅是基于商业化原则来看，在 12 月 MLF 利率维持不变的条件下，LPR 报价不应出现下调。**

除成本因素外，LPR 报价需要考虑的因素还有很多：

首先：当月连续降准降息，释放的信号过于强烈，可能会令市场预期不稳定，造成金融市场大幅波动，而且这一现象自 2016 年以来并未出现过，政策调整需要给予一定观察期。

其次：目前 1Y LPR 报价利率不高，如果再调降 LPR 则可能因为重定价因素对银行收益端造成更大挤压，因此部分报价行可能不愿调降 LPR 报价。

因此 12 月调降 LPR 概率不大，但**未来通过利率放松刺激“总需求”的必要性仍在，我们对调降 LPR 仍持开放态度**。在央行连续“降准”之后，市场类负债持续重定价对 LPR 的累积效应不断积聚，不排除在未来某个时点触发 LPR 下

调。考虑到目前 1Y-LPR 为 3.85%，即对优质企业贷款的利率已处于较低水平，从稳定房地产市场销售、缓释地产风险对上下游产业链经营性负债的挤压、保障农民工工资正常发放等角度出发，相较于 1Y-LPR，适度下调 5Y-LPR 报价以更好地满足居民合理购房需求，引导杠杆率从企业端向居民端切换，是更优解。

3、政治局会议关于房地产的三点表述值得关注

12 月 6 日，中共中央政治局召开会议，分析研究 2022 年经济工作。从新闻通稿来看，其中对房地产的相关表述值得关注，即“**要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环**”。我们的观点如下：

一是先提保障房，商品房置后，保障房建设地位提升。政治局会议对于房地产市场的表述，将保障性住房置于商品房之前，传递了一定的政策导向，即后续在地产开发建设方面，保障性住房扮演更重要的角色，如通过收购问题房企项目转为保障房建设。这种方式既有房地产领域的调控自主权，又不减弱对于地产链的拉动。

二是再谈“满足购房者的合理住房需求”，稳定住房销售可能提上日程。与我们前期报告判断基本一致，即通过稳定房地产市场 C 端销售，缓解房地产企业现金流压力，让房企恢复可持续经营能力。销售稳定是化解存量风险和防范增量风险的重要抓手。鉴于按揭贷款在稳定销售方面具有重要意义，因此我们认为按揭贷款投放共识度高、确定性强，将维持“量增价降”格局，引导杠杆从企业端向居民端转移。根据上海证券报报道，11 月房地产贷款投放在 10 月大幅回升的基础上，继续保持环比、同比双升态势，初步预计同比多增约 2000 亿元，也印证了这一趋势。我们判断，后续住房按揭贷款有望延续“量增价降”，12 月份则继续“月比月增、同比多增”格局。对于房地产调控，我们的核心假设之一就是房地产销售不会出现持续深度负增长，因此如果销售不及预期，不排除出台进一步稳定销售的举措。

三是强调“促进房地产健康发展，良性循环”，这意味着，未来房地产市场将进入新的发展阶段，即房地产企业经营模式将从高杠杆转向低杠杆，从非标融资转向标准化融资，从集团统筹资金转向项目自身造血，从粗放经营转向精细化发展阶段。

4、风险分析

宏观经济下行压力加大，宽信用力度不及预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
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%至 15%；
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；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE