

11月25日降准点评

宽货币的再度确认

北京时间11月25日，中国人民银行决定于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点。我们认为此次降准是对宽货币的再度确认，有利于稳定市场形成总量宽松的合理预期，预计年末流动性将持续保持合理宽松。

- **宽货币的再度确认。**继11月22日国务院常务会议要求“适时适度运用降准等货币政策工具”后，央行于11月25日宣布降准。我们认为此次降准是对于宽货币的再度确认，具体有三点原因：首先，本次降准是对于11月16日发布的央行三季度货币政策执行报告的呼应，报告中曾提到“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”，表示目前市场利率保持在政策利率以下仍是央行的合意水平，年内无需过度担忧资金面会持续过度收紧；其次，11月15日央行缩量平价续作中期借贷便利，同时以抵押补充贷款、科技创新再贷款等工具进行增量投放的方式，降低了市场对于降准置换中期借贷便利的预期，一定程度上使得市场对于资金面判断有所影响，而此次降准也有利于稳定市场形成总量宽松的合理预期；再次，11月-12月中期借贷便利及同业存单到期量较大，通过降准释放中长期流动性，有利于年末各项金融支持实体经济的工作顺利开展。
- **支持年末关键工作。**从国务院常务会议部署来看，本次降准主要是为了支持交通物流金融服务和民营企业发债服务，相对而言该两项工作在当前时点较为关键。第一，11月以来各地疫情反弹使得供应链再度面临冲击，维护供应链稳定、提供交通物流金融服务迫在眉睫，其中交通物流专项再贷款于5月创设，根据央行官网数据显示，截止至今年9月末该项目余额为103亿元，较其他再贷款工具而言投放力度有限，还有较大投放空间。第二，目前房地产长效机制正在落实当中，地产政策频出，其中推动“保交楼”贷款和支持民企“第二支箭”政策最为迫切，同样需要增量流动性支持。整体来看，支持实体经济仍需要发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，一方面通过再贷款等结构性工具支持薄弱环节，一方面通过总量性工具引导市场预期同时维持整体流动性充裕。
- **或带动LPR下调。**本次降准延续了4月方式，仅调降0.25个百分点，释放5000亿元，由于降准幅度不大，4月和本次降准总计将带动报价的算术平均值下行0.02-0.03个百分点，小于LPR的最小调整步长，但基于三季度货币政策执行报告中提到降低“个人消费信贷成本”的表述，12月LPR报价仍具有下调可能。从总量工具的使用来看，目前降准相对于降息仍是相对较好选择，一是目前加权平均存款准备金率8.1%水平离5%存款准备金率下限尚有距离，二是降准受海外收紧约束不大，三是降准操作更偏中性，有利于稳定市场预期。从降准幅度来看，本次降准数量上可对冲掉12月5000亿元中期借贷便利到期量，预计年末流动性将持续保持合理宽松。但明年年初仍有7000亿元中期借贷便利到期，届时或存在一定流动性压力。另外，本次降准也有可能与2021年末降准置换中期借贷便利的方式类似，大幅缩量续作价格较高的中期借贷便利资金。
- **风险提示：**国内通胀上行过快；经济下行压力加大；新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《1-10月财政数据点评：财政“两本账”压力均有缓解》20221117

《央行三季度货币政策执行报告点评：关注需求拉动性通胀压力》20221117

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229353

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

北京时间 11 月 25 日，中国人民银行决定于 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），共计释放长期资金约 5000 亿元。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.8%。

宽货币的再度确认

继 11 月 22 日国务院常务会议要求“适时适度运用降准等货币政策工具”后，央行于 11 月 25 日宣布降准。我们认为此次降准是对于总量宽松的再度确认。

首先，本次降准是对于 11 月 16 日发布的央行三季度货币政策执行报告的呼应，报告中曾提到“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”，表明目前市场利率保持在政策利率以下仍是央行的合意水平，年内无需过度担忧资金面会持续过度收紧。

其次，11 月 15 日央行缩量平价续作中期借贷便利，同时以抵押补充贷款、科技创新再贷款等工具进行增量投放的方式，降低了市场对于降准置换中期借贷便利的预期，一定程度上使得市场对于资金面判断有所影响，而此次降准也有利于稳定市场形成合理预期。

再次，11 月-12 月中期借贷便利及同业存单到期量较大，通过降准释放中长期流动性，有利于年末各项金融支持实体经济的工作顺利开展。

支持年末关键工作

从国务院常务会议部署来看，本次降准主要是为了支持交通物流金融服务和民营企业发债服务，相对而言该两项工作在当前时点较为关键。第一，11 月以来各地疫情反弹使得供应链再度面临冲击，维护供应链稳定、提供交通物流金融服务迫在眉睫，其中交通物流专项再贷款于 5 月创设，根据央行官网数据显示，截止至今年 9 月末该项目余额为 103 亿元，较其他再贷款工具而言投放力度有限，还有较大投放空间。第二，目前房地产长效机制正在落实当中，地产政策频出，其中推动“保交楼”贷款和支持民企“第二支箭”政策最为迫切，同样需要增量流动性支持。整体来看，支持实体经济仍需要发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，一方面通过再贷款等结构性工具支持薄弱环节，一方面通过总量性工具引导市场预期同时维持整体流动性充裕。

或带动 LPR 下调

本次降准延续了 4 月方式，仅调降 0.25 个百分点，释放 5000 亿元，由于降准幅度不大，4 月和本次降准总计将带动报价的算术平均值下行 0.02~0.03 个百分点，小于 LPR 的最小调整步长，不一定带动 LPR 价格下调，但基于三季度货币政策执行报告中提到降低“个人消费信贷成本”的表述，12 月 LPR 报价仍存在下调可能。

从总量工具的使用来看，目前降准相对于降息仍是相对较好选择，一是目前加权平均存款准备金率 8.1% 水平离 5% 存款准备金率下限尚有距离，二是降准受海外收紧约束不大，三是降准操作更偏中性，有利于稳定市场预期。从降准幅度来看，本次降准数量上可对冲掉 12 月 5000 亿元中期借贷便利到期量，预计年末流动性将持续保持合理宽松。但明年年初仍有 7000 亿元中期借贷便利到期，届时或存在一定流动性压力。另外，本次降准也有可能与 2021 年末降准置换中期借贷便利的方式类似，大幅缩量续作价格较高的中期借贷便利资金。

图表 1. 降准后股债表现

时间	提及降准	降准方式	上证综指表现 (%)		10 年期国债表现 (bp)	
			T+1	T+5	T+1	T+5
2022/4/13	国常会提及“适时运用降准等货币政策工具”	全面降准 0.25 个百分点	1.22	0.02	0.25	6.99
2021/12/3	总理提及“运用多种货币工具，适时降准”	全面降准 0.5 个百分点	(0.50)	0.02	(5.25)	(2.75)
2021/7/7	国常会提及“适时运用降准等货币政策工具”	全面降准 0.5 个百分点	(0.79)	(0.01)	(7.24)	(11.98)
2020/6/17	国常会提及“综合运用降准、再贷款等工具”	未降准	0.12	(0.00)	(2.75)	(1.88)
2020/3/31	国常会提及“进一步实施对中小银行的定向降准”	定向降准两次，每次 0.5 个百分点	(0.57)	(0.23)	(3.49)	(10.30)
2020/3/10	国常会提及“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”	定向降准 0.5-1 个百分点	(0.94)	(2.07)	(0.51)	10.05
2019/12/23	总理提及“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”	全面降准 0.5 个百分点	0.67	0.00	(1.26)	(3.39)
2019/9/4	国常会提及“及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”	全面降准 0.5 个百分点+定向降准两次，每次 0.5 个百分点	0.96	0.02	(3.00)	0.52
2019/4/17	国常会提及“抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金的政策框架”	定向降准三次，每次 0.5 个百分点	(0.40)	(0.02)	(3.49)	4.05
2018/12/24	国常会提及“完善普惠金融定向降准政策”	全面降准两次，每次 0.5 个百分点	(0.88)	0.07	(3.70)	(12.18)
2018/10/7	-	定向降准 1 个百分点	(3.72)	0.52	0.52	(2.72)
2018/6/20	国常会提及“运用定向降准等货币政策工具”	定向降准 0.5 个百分点	(1.37)	0.40	(3.01)	(5.25)
2018/4/17	-	定向降准 1 个百分点	0.80	0.23	(14.99)	(6.57)

资料来源：中国人民银行，万得，中银证券。注：T+5 为后续五个交易日

风险提示：国内通胀上行过快；经济下行压力加大；新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371