



宏观研究

## 【粤开宏观】降准的目的与影响

2022年11月26日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：原野

电话：15810120201

## 近期报告

《【粤开宏观】2022年三季度货币政策执行报告的五个要点》2022-11-17

《【粤开宏观】河北：钢铁第一大省转型，财政体制与形势全景》2022-11-21

《【粤开宏观】拨云见日：2023年中国宏观经济展望》2022-11-22

《【粤开宏观】从财税视角看河南“中原粮仓”为何“强而不富”》2022-11-24

《中国式现代化下的财税改革》2022-11-26

## 摘要：

2022年11月23日，国常会提出“适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”，11月25日，央行决定于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）。

本次降准是央行迅速落实国常会部署，加大稳健货币政策实施力度，着力支持实体经济的表现。也说明当前货币政策并未转向，仍以经济增长为重。本次降准为年内第二次降准，与4月降准幅度一致，均为25BP，属于相对克制的总量宽松政策。

## 首先，我们认为此次降准有宏观面、资金面、情绪面三重考虑：

**（1）宏观面，保持宽信用环境，稳定实体经济。**23日国常会强调“四季度经济运行对全年经济十分重要，当前是巩固经济回稳向上基础的关键时间点”。事实上，在外需回落、疫情冲击等多重因素下，四季度经济面临较大压力。需求端，10月消费、出口全面回落，均录得负增长；地产投资持续探底，基建和制造业也呈现高位回落。供给端，工业、服务业生产均呈现同比下滑趋势。就业端，9、10月连续两个月调查失业率持平与5.5%目标值，青年失业率维持高位，稳就业目标迫切。社融端，居民中长贷、企业短贷同比少增，实体需求依然疲软。综上，经济修复基础不牢、宽信用目标仍未实现决定当前仍需要相对宽松的流动性环境支持。

**（2）资金面，优化银行资金结构，缓解流动性约束，增加银行长期稳定资金来源。**央行下调法定存款准备金率，部分法定准备金会释放为超额准备金，这是基础货币的结构调整，其效应是不改变央行资产负债表基础上保持流动性供给充裕，直接增强了银行的资产扩张能力，也为银行让利实体经济提供条件。根据央行数据，本次降准共计释放长期资金约5000亿元，略少于今年4月降准释放的5300亿元，将降低金融机构资金成本每年约56亿元（4月为65亿元）。

**（3）情绪面，稳定近期波动较大的债市，避免债市与理财波动冲击实体经济。**近期债市大幅波动，主要是疫情防控优化、房地产增量政策以及资金面趋紧所致。央行此时降准也有相关考量，一定程度能缓解资金面的影响，起到稳定债券市场预期的作用。

其次，我们认为选择25BP降准幅度的原因有三：一是符合国常会提出“适度”的要求，7.8%的加权平均存款准备金率已经处于历史低位，距离5%的隐性下限较为接近，央行珍惜正常货币政策空间；二是外部通胀具有粘性，美联储加息仍在持续，加上央行在三季度货币政策报告中对明年通胀担忧，出于汇率、通胀等内外因素考虑，央行降准较为谨慎；三是今年4月以来DR007始终低于7天逆回购利率，10月下旬虽然狭义流动性有收紧趋势，但DR007仍低于政策利率，流动性相对合理充裕，央行此刻选择25BP降准更多是对



冲未来年末效应可能带来的流动性紧张局面。

**其后，降准或将打开 5 年期 LPR 调整空间。**9 月以来银行进行了存款利率下调，负债成本有所降低，银行息差压力减小，加上降准释放的资金，或有利于进一步下调 LPR。与此同时，市场对于地产下行周期何时触底仍未达成共识，地产投资、销售、开工等关键指标没有明显缓解迹象，5 年期 LPR 下调的可能大于 1 年期 LPR。

**最后，展望后市，降准对股市、债市短期内产生利好，中长期影响微弱。**

**(1) 债市方面，降准无疑利好短债，流动性供给充裕将弱化资金利率向上的趋势。**需注意的是，降准放松了资金面约束，但国常会同时部署了稳经济一揽子政策，对债市形成利空。例如推动重大项目加快建设、加快设备更新改造落地等。此外，央行和银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，房地产政策组合拳也在一定程度上对冲降准的利好。整体看，市场上获利了结的动力要大于持续加仓的动力。**对中长期债而言，央行三季度货币政策报告多次提示中长期通胀压力，未来利率中枢或将持续上行。**

**(2) 股市方面，股市资金主要源于是居民和企业部门，央行降准更多作用于银行体系，缺乏直接影响渠道。但短期内，降准意味着更多稳增长政策的落地，加上目前股市处在估值洼地，或能提振市场信心，改善股市预期。长期内股市能否向上，仍然取决于经济复苏是否顺利，能否带动企业盈利周期开启，需密切关注地产、疫情等情况。**

**风险提示：**政策效果不及预期、房地产市场超预期下行



## 目 录

一、降准的目的 .....	4
二、降准的影响 .....	6

## 图表目录

图表 1：2020 年以来历次降准回顾 .....	4
图表 2：今年主要经济指标表现 .....	5
图表 3：11 月利率债市场走熊（%） .....	5



## 一、降准的目的

2022年11月25日，中国人民银行发布公告，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）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.8%。

图表1：2020年以来历次降准回顾

宣布降准时间	内容	释放资金	每年节省资金成本
2020/1/1	下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。	8000亿元	150亿元
2020/3/13	普惠金融定向降准0.5-1个百分点，对符合条件的股份行再定向降准1个百分点。	4000亿元 +1500亿元	85亿元
2020/4/3	仅在省级行政区域内经营的城商行以及农村金融机构，两次分别下降0.5个百分点。	4000亿元	60亿元
2021/7/9	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）。	10000亿元	130亿元
2021/12/6	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）。	12000亿元	150亿元
2022/4/15	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）。 对没有跨省经营的农商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。	5300亿元	65亿元
2022/11/25	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）。	5000亿元	56亿元

资料来源：中国人民银行、粤开证券研究院

2022年11月23日，国常会提出“适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”，两天后央行宣布降准。本次降准是央行迅速落实国常会部署，加大稳健货币政策实施力度，着力支持实体经济的表现。也说明当前货币政策并未转向，仍以经济增长为重。本次降准为年内第二次降准，与4月降准幅度一致，均为25BP，属于相对克制的总量宽松政策。

我们认为此次降准有以下三重目的：

一是保持宽信用环境，稳定实体经济。事实上，10月以来市场上一直存在降准置换MLF的预期，但至今仍未兑现，11月15日，央行采用了PSL+再贷款+MLF缩量续作的方式填补了流动性缺口。其原因在于前期政策性开发性金融工具、设备更新再贷款等政策工具托举起经济，宽货币的必要性减弱。

但随着冬季来临，疫情再度反弹，并对经济复苏形成冲击。23日国常会强调“四季度经济运行对全年经济十分重要，当前是巩固经济回稳向上基础的关键时间点”。在外需回落、疫情冲击等多重因素下，四季度经济面临较大压力。需求端，10月消费、出口全面回落，均录得负增长；地产投资持续探底，基建和制造业也呈现高位回落。供给端，工业、服务业生产均呈现同比下滑趋势。就业端，9、10月连续两个月调查失业率持平与5.5%目标值，青年失业率维持高位，稳就业目标迫切。社融端，居民中长贷、企业短贷同比少增，实体需求依然疲软。综上，经济修复基础不牢、宽信用目标仍未实现使得宽货币必要性回升，当前仍需要相对宽松的流动性环境支持实体经济。

二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。央行下调法定存款准备金率，部分法定准备金变成了超额准备金以便于商业银行动用，这是基础货币的结



构调整，其效应是不改变央行资产负债表的基础上保持流动性供给充裕，增强了金融机构的资产扩张能力。2022年11月21日，易纲行长在金融街论坛讲话上点明“近几年我们通过降准来满足货币信贷增长对中长期流动性的需求”降准使货币乘数提高了”。根据央行数据，本次降准力度共计释放长期资金约5000亿元，略少于今年4月降准释放的5300亿元，将降低金融机构资金成本每年约56亿元（4月为65亿元）。

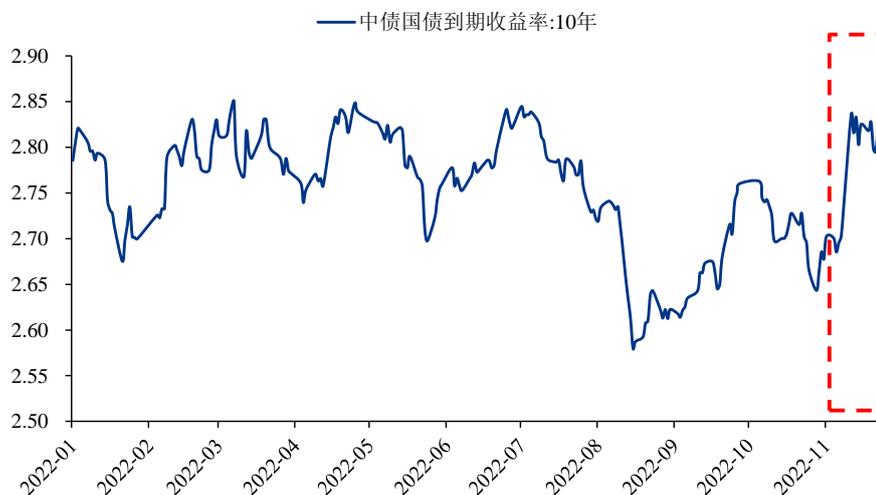
三是稳定近期波动较大的债市，避免债市与理财波动冲击实体经济。11月中旬，防疫政策优化、房地产增量政策出台叠加资金面趋紧，多重利空下，债市大幅调整。11月14日10年期国债利率上行达10bps，利率债震荡直接引发理财“赎回潮”，进而触发负反馈机制。成因上看，本次债市宽幅调整部分由于政策引发经济好转预期所致，但关键诱因还是流动性层面趋紧。央行此时降准也有相关考量，一定程度能缓解资金面的影响，起到稳定债券市场预期的作用。

图表2：今年主要经济指标表现

类别	指标	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
GDP (当季同比)	实际 GDP	/	/	0.4	/	/	3.9	/
生产 (当月同比)	工业增加值	-2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0
	服务业生产指数	-6.1	-5.1	1.3	0.6	1.8	1.3	0.1
消费 (当月同比)	社会消费品零售总额	-11.1	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5
	商品零售	-9.7	-5.0	3.9	3.2	5.1	3.0	0.5
	餐饮收入	-22.7	-21.1	-4.0	-1.5	8.4	-1.7	-8.1
投资 (累计同比)	固定资产投资	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	5.8
	房地产投资	-2.7	-4.0	-5.4	-6.4	-7.4	-8.0	-8.8
	制造业投资	12.2	10.6	10.4	9.9	10.0	10.1	9.7
	基建投资	8.3	8.2	9.3	9.6	10.4	11.2	11.4
出口 (当月同比)	出口	3.5	16.3	17.1	18.0	7.2	5.9	-0.3
房地产 (当月同比)	房地产投资	-10.1	-7.8	-9.4	-12.3	-13.8	-12.1	-16.0
	商品房销售面积	-39.0	-31.8	-18.3	-28.9	-22.6	-16.2	-23.2
	商品房销售额	-46.6	-37.7	-20.8	-28.2	-19.9	-14.2	-23.7

资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表3：11月利率债市场走熊 (%)



资料来源：Wind、粤开证券研究院



力度上，我们认为选择 25BP 降准幅度的原因有三：一是符合国常会提出“适度”的要求，7.8%的加权平均存款准备金率已经处于历史低位，距离 5%的隐性下限较为接近，央行珍惜正常货币政策空间；二是外部通胀具有粘性，美联储加息仍在持续，加上央行在三季度货币政策报告中对明年通胀担忧，出于汇率、通胀等内外因素考虑，央行降准较为谨慎；三是今年 4 月以来 DR007 始终低于 7 天逆回购利率，10 月下旬虽然狭义流动性有收紧趋势，但 DR007 仍低于政策利率，流动性相对合理充裕，央行此刻选择 25BP 降准更多是对冲未来年末效应可能带来的流动性紧张局面。

往后看，降准或将打开 5 年期 LPR 调整空间。9 月以来银行进行了存款利率下调，负债成本有所降低，银行息差压力减小，加上降准释放的资金，或有利于进一步下调 LPR。与此同时，房地产市场仍存在不确定性。虽然近期稳地产 16 条，民企融资“第二支箭”等房地产增量政策频出，但仍需关注到目前居民中长期贷款仍持续萎缩，居民观望情绪较重。10 月地产销售旺季不旺，30 大中城市商品房日均成交面积 34.77 万平，同比下滑 18.1%，降幅较 9 月的 13.5%有所扩大。11 月前 4 周日均成交面积为 37.40 万平，回升幅度不大。新一轮疫情冲击更是给居民看房造成不便，限制了居民购房意愿。由此，5 年期 LPR 下调的可能大于 1 年期 LPR。

## 二、降准的影响

展望后市，债市方面，降准无疑利好短债，流动性供给充裕将弱化资金利率向上的趋势。需注意的是，降准放松了资金面约束，但国常会同时部署了稳经济一揽子政策，对债市形成利空。例如推动重大项目加快建设、加快设备更新改造落地等。此外，央行和银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，房地产政策组合拳也在一定程度上对冲降准的利好。整体看，市场上获利了结的动力要大于持续加仓的动力。对中长期债而言，央行三季度货币政策报告多次提示中长期通胀压力，未来利率中枢或将持续上行。

股市方面，股市资金主要源于是居民和企业部门，央行降准更多作用于银行体系，缺乏直接影响渠道。但短期内，降准意味着更多稳增长政策的落地，加上目前股市处在估值洼地，或能提振市场信心，改善股市预期。长期内股市能否向上，仍然取决于经济复苏是否顺利，能否带动企业盈利周期开启，需密切关注地产、疫情等情况。



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

广州市黄埔区科学大道60号开发区控股中心19、21、22、23层

北京市西城区广安门外大街377号

网址: [www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)