

再度小幅降准的意义？

事件：

11月25日，央行宣布于12月5日下调存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%准备金率机构)。

点评：

■ 国常会之后，降准操作如期而至、降幅仍相对克制，大体符合市场预期

国常会提及降准之后，降准操作如期而至、基本符合过往经验规律。央行宣布于12月5日下调存款准备金率0.25个百分点(不含已执行5%准备金率机构)；本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.8%。在此之前的12月23日，总理在国常会上已提及“适时适度运用降准等货币政策工具、保持流动性合理充裕”；过往经验显示，总理提及降准后，央行多在一周之内宣布降准操作。

降准幅度仍相对克制、大体符合市场平均预期。此次全面降准，是继今年4月之后第二次0.25个百分点幅度的降准，低于过往0.5个百分点的降幅；释放长期资金约5000亿元，也只有过往的一半左右。考虑到12月尚有5000亿元MLF到期，央行如何操作或影响年底长期资金实际净投放，后续变化仍需进一步跟踪。

■ 经济承压下，降准缓解银行负债压力、配合稳增长，对市场影响相对中性

经济“二次探底”风险加大下，降准有助于稳定预期、引导机构配合稳增长。央行答记者问中提及本次降准3个目的，一是保持流动性合理充裕，落实稳经济一揽子政策措施，二是增加金融机构长期资金、支持受疫情影响微观主体，三是降低融资成本。上次在12月降准还要追溯到2011年，均是外需走弱拖累出口加速下滑、经济下行压力加大的阶段，当前经济活动还显著受到疫情反复的抑制。

降准对资本市场的影响相对中性，核心矛盾或将回归基本面。过往经验显示，降准之后债券市场往往受益、股票市场规律不一；但近两次缩幅降准后，债券市场表现有所不同，国常会提及降准后，债券收益率有所下行，降准公布后收益率反而有所上行，与收益率所处水平、经济预期等因素紧密相关。短期来看，降准有助于缓解机构对年底资金面的担忧；中长期来看，债券市场或回归基本面驱动。

■ 总量政策进一步宽松空间有限，结构性工具配合财政、准财政发力仍是主流

货币流动性环境或维持相对宽裕、不具备持续紧的基础，但总量货币政策进一步宽松的空间或相对有限。年底降准，稳定市场预期的同时，也有助于平抑跨年资金波动，与公开市场操作配合，维护货币市场流动性。但进一步降准的空间有限，一方面是当前准备金率已处于历史绝对低位；另一方面，三季度货币政策执行报告显示，央行对需求驱动的通胀关注意明显上升，或影响总量政策工具的操作

经济承压下，PSL、再贷款等结构性工具或继续发力，配合财政、准财政稳增长。财政担当重任、货币与之配合是当前稳增长主要搭配，除适度降准降息外，央行更多运用再贷款等结构性工具，引导机构加大对实体支持，推动相关贷款明显增长。目前，部分再贷款工具额度已用完，后续或仍有追加空间；PSL的重启，加大对政策性银行的支持，也一定程度降低降准补充基础货币的必要性。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

- 1、国常会之后，降准操作如期而至、降幅仍相对克制，大体符合市场预期.3
- 2、经济承压下，降准缓解银行负债压力配合稳增长，对市场影响相对中性.4
- 3、总量政策进一步宽松空间有限，结构工具配合财政端发力仍是主流.....5

图表目录

图表 1: 国常会提及降准后，央行多在 1 周内宣布降准.....	3
图表 2: 此次降准幅度与 4 月保持一致、0.25 个百分点.....	4
图表 3: 12 月尚有 5000 亿元 MLF 到期.....	4
图表 4: 10 月中下旬以来，感染人数快速增长.....	4
图表 5: 10 月，三大投资均回落.....	4
图表 6: 10 月，地产投资与销售同比降幅均扩大.....	5
图表 7: 专项债额度多有提前批.....	5
图表 8: 降准后债市收益率多下行.....	5
图表 9: 降准后，股市表现没有明显规律.....	5
图表 10: 准备金率已处历史低位.....	6
图表 11: 政策对潜在通胀风险和地产的关注度上升.....	6
图表 12: 部分再贷款额度已使用完毕.....	6
图表 13: 再贷款工具带动相关贷款明显增长.....	6
图表 14: 9 月底，政策性金融工具已投放完毕.....	7
图表 15: PSL 结束两年半的收缩、近月明显放量.....	7

1、国常会之后，降准操作如期而至、降幅仍相对克制，大体符合市场预期

国常会提及降准之后，降准操作如期而至、基本符合过往经验规律。央行宣布于12月5日下调存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%准备金率机构）；本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.8%。在此之前的12月23日，总理在国常会上已提及“适时适度运用降准等货币政策工具、保持流动性合理充裕”；经验显示，总理提及降准后，央行多在一周之内宣布降准操作。

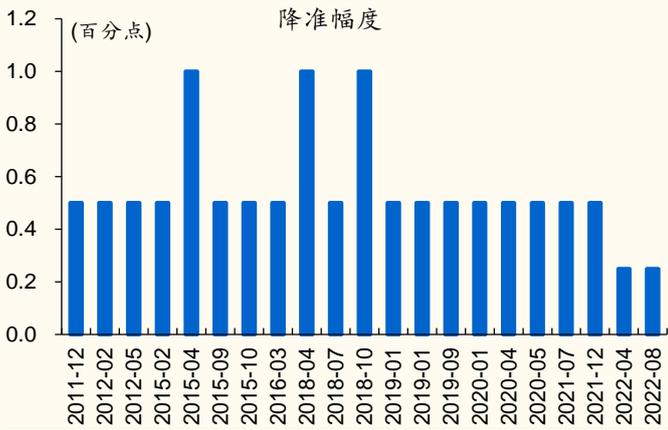
图表 1：国常会提及降准后，央行多在 1 周内宣布降准

国常会提到降准相关内容	国常会	央行宣布降准	降准操作	释放资金
对单户授信500万元以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款及农户生产经营、创业担保等贷款增量或余额达到一定比例的商业银行实施定向降准	2017/9/27	2017/9/30	2018年1月25日，普惠金融定向降准全面实施，前一年规定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。	
无	无	2018/4/17	2018年4月25日起，中下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行和外资银行人民币存款准备金率1个百分点以置换中期借贷便利并支持小微企业融资。	以2018年一季度末数据估算，操作当日偿还MLF约9000亿元，同时释放增量资金约4000亿元
运用定向降准等货币政策工具，增强小微信贷供给能力	2018/6/20	2018/6/24	2018年7月5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和外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点。	释放资金约7000亿元
完善定向降准、信贷政策支持再贷款等结构性货币政策工具，引导资金更多投向创新型企业和小微企业	2018/9/26	2018/10/7	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和外资银行人民币存款准备金率1个百分点，置换其所借央行的中期借贷便利（MLF）并支持小微企业、民营企业及创新型企业的融资。	部分资金用于偿还10月15日到期的约4500亿元MLF；除去此部分，降准还可再释放增量资金约7500亿元
完善普惠金融定向降准政策	2018/12/24	2019/1/4	2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。	此次降准将释放资金约1.5万亿元，加上即将开展的定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金，再考虑今年一季度到期的中期借贷便利不再续做的因素后，净释放长期资金约8000亿元
抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架	2019/4/17	2019/5/6	2019年5月15日起，下调服务县域的农村商业银行准备金率1个百分点。2019年6月17日起，再次下调服务县域的农村商业银行准备金率1个百分点。2019年7月15日起，下调服务县域的农村商业银行准备金率至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
运用普遍降准和定向降准等政策工具	2019/9/4	2019/9/6	2019年9月16日 普降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）；同时，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。	此次降准释放长期资金约9000亿元，其中全面降准释放资金约8000亿元，定向降准释放资金约1000亿元
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	2019/12/23	2020/1/1	2020年1月6日 普降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）	释放长期资金约8000多亿元
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降准力度	2020/3/10	2020/3/13	2020年3月16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。除此之外，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。	以上定向降准共释放长期资金5500亿元
进一步实施对中小银行的定向降准	2020/3/31	2020/4/3	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2020年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。2020年4月7日起将金融机构在 央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35% 。	共释放长期资金约4000亿元
要综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕	2020/6/17			
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	2021/7/7	2021/7/9	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）	降准释放长期资金约10000亿元
适时运用降准等货币政策工具，进一步加大金融对实体经济特别是受疫情影响行业和中小微企业	2022/4/13	2022/4/15	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）。	共计释放长期资金约5300亿元
适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕	2022/11/23	2022/11/25	于12月5日下调存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%准备金率机构）	

来源：中国人民银行、政府网站、国金证券研究所

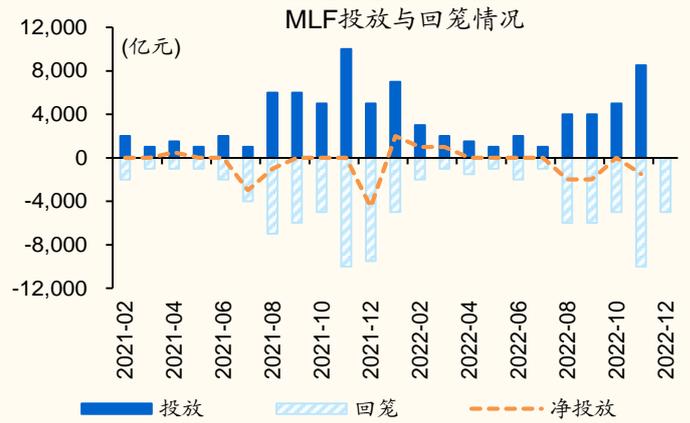
降准幅度仍相对克制、大体符合市场平均预期。此次全面降准，是继今年4月之后第二次0.25个百分点幅度的降准，低于过往0.5个百分点的降幅；释放长期资金约5000亿元，也只有过往的一半左右。考虑到12月尚有5000亿元MLF到期，央行如何操作或影响年底长期资金实际净投放，后续仍需跟踪。

图表 2: 此次降准幅度与 4 月保持一致, 0.25 个百分点



来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 12 月尚有 5000 亿元 MLF 到期

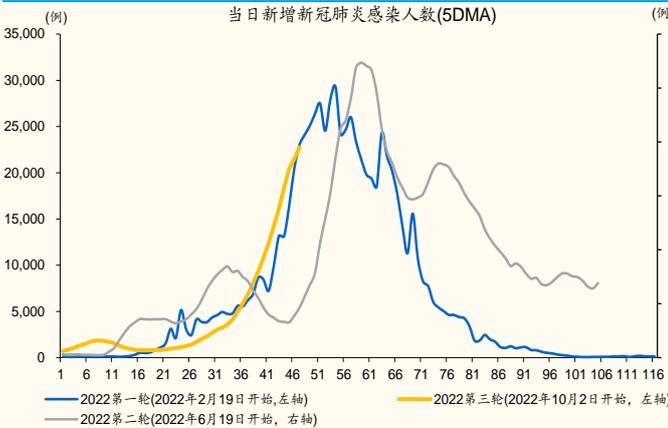


来源: Wind、国金证券研究所

2、经济承压下, 降准缓解银行负债压力配合稳增长, 对市场影响相对中性

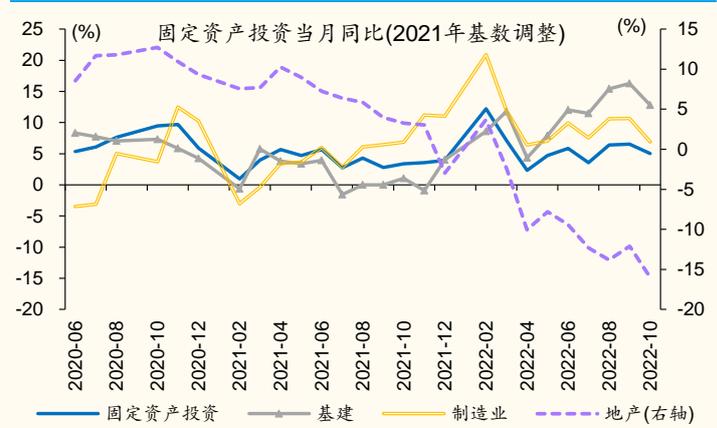
经济“二次探底”风险加大下, 降准有助于稳定预期、引导机构配合稳增长。央行答记者问中提及本次降准 3 个目的, 一是保持流动性合理充裕, 落实稳经济一揽子政策措施, 二是增加金融机构长期资金、支持受疫情影响微观主体, 三是降低融资成本。上次在 12 月降准还要追溯到 2011 年, 均是外需走弱拖累出口加速下滑、经济下行压力加大的阶段, 当前经济活动还显著受到疫情反复的抑制。

图表 4: 10 月中下旬以来, 感染人数快速增长



来源: Wind、国金证券研究所

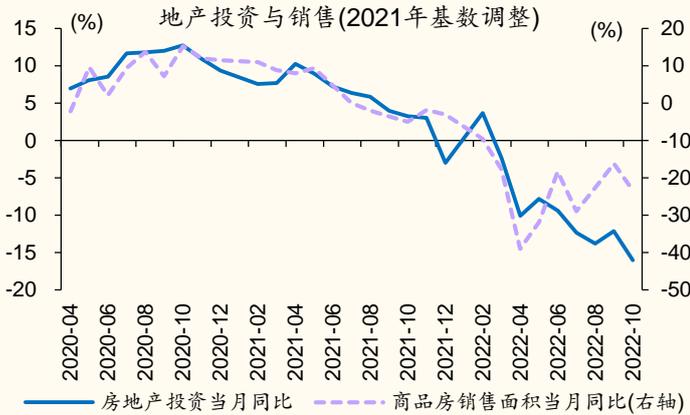
图表 5: 10 月, 三大投资均回落



来源: Wind、国金证券研究所

当前时点降准, 或有助于配合“稳地产”、地方债提前批发行等。经验显示, 降准多在年底年初, 补充中长期资金、平抑资金季节性波动。除常规因素外, 11 月以来, 银行新增授信等“稳地产”政策频出, 降准有助于补充银行资金来源; 同时, 专项债提前批落地, 或于年底年初发行, 也推升降准补充中长期资金的必要性; 此外, 兼顾“内外平衡”下, 当前汇率、中美利差等海外掣肘也有所减弱。

图表 6：10月，地产投资与销售同比降幅均扩大



来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：专项债额度多有提前批

时间/亿元	批次	专项债下达额度	累计额度	
2019	2018年12月	第1批	8100	8100
	2019年3月	第2批	13400	21500
2020	2019年11月	第1批	10000	10000
	2020年2月	第2批	2900	12900
	2020年4月	第3批	10000	22900
	2020年7月	第4批	12600	35500
	2020年11月	第5批	2000	37500
2021	2021年3月	第1批	17700	17700
	2021年5月	第2批	16976	34676
2022	2021年12月	第1批	14600	14600
	2022年3月	第2批	19900	34500

来源：政府网站、国金证券研究所

降准对资本市场的影响相对中性，核心矛盾或将回归基本面。过往经验显示，降准之后债券市场往往受益、股票市场规律不一；但近两次缩量降准后，债券市场表现有所不同，国常会提及降准后，债券收益率有所下行，降准公布后收益率反而有所上行，与收益率所处水平、经济预期等因素紧密相关。短期来看，降准有助于缓解机构对年底资金面的担忧；中长期来看，债券市场或回归基本面驱动。

图表 8：降准后债市收益率多下行



来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：降准后，股市表现没有明显规律

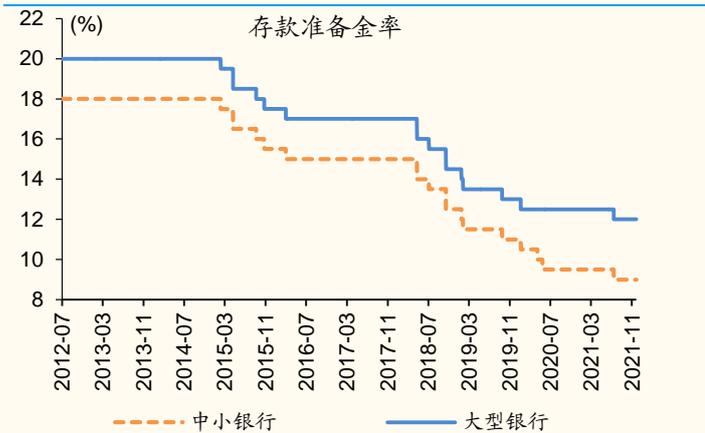
总理讲话日期	提及降准后，沪深300指数涨跌幅					
	T+5	T+10	T+15	T+20	T+25	T+30
2017/9/27	0%	0%	2%	2%	3%	5%
2018/6/20	-2%	-3%	-8%	-5%	-4%	-4%
2018/9/26	1%	1%	-9%	-9%	-8%	-7%
2018/12/24	-1%	-2%	0%	2%	4%	3%
2019/4/17	-2%	-5%	-4%	-9%	-9%	-11%
2019/9/4	2%	2%	1%	0%	-1%	-2%
2019/12/23	1%	5%	5%	5%	5%	4%
2020/3/10	-5%	-11%	-9%	-10%	-9%	-7%
2020/3/31	1%	2%	3%	5%	3%	6%
2020/6/17	2%	3%	8%	17%	18%	13%
2021/7/7	0%	-1%	0%	-8%	-6%	-4%
2022/4/13	1%	-3%	-5%	-3%	-6%	-4%

来源：Wind、国金证券研究所

3、总量政策进一步宽松空间有限，结构工具配合财政端发力仍是主流

货币流动性环境或维持相对宽裕、不具备持续紧的基础，但总量货币政策进一步宽松的空间或相对有限。年底降准，稳定市场预期的同时，也有助于平抑跨年资金波动，与公开市场操作配合，维护货币市场流动性。但进一步降准的空间有限，一方面是当前法定准备金率已处于历史绝对低位；另一方面，三季度货币政策执行报告显示，央行对需求驱动的通胀关注明显上升，或影响总量政策工具的操作（详情参见《重心转向防风险》）。

图表 10: 准备金率已处历史低位



来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 货币政策执行报告主要内容对比

	2022Q2	2022Q3
经济形势分析	当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复基础尚不牢固，主要发达经济体加快收紧货币政策，通过外贸外资、汇率波动和金融市场等渠道给新兴经济体带来的溢出影响明显加大，全球经济活动边际放缓，部分经济体通胀回落风险增加...国内消费恢复面临居民收入不稳、资产负债表受损和消费场景受限等挑战，积极扩大有效投资还存在一些难点堵点，服务业恢复基础尚不牢固，青年人就业压力较大...经济保持较强韧性...全面落实“疫情要防住，经济要稳住，发展要安全”的要求，统筹好疫情防控和经济社会发展...坚决支持稳定经济大盘	当前外部环境更趋复杂严峻，海外通胀高位运行，全球经济下行风险加大，国内经济恢复发展的基础还不牢固...发达经济体通胀粘性较强，收紧货币政策的取向短期仍可能延续，全球经济复苏动能趋弱...国内居民预防性储蓄意愿上升制约消费复苏，积极扩大有效投资面临收益不足等多方约束，人口老龄化、低通胀等中长期挑战也不容忽视...有效需求的恢复势头日益明显，经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有改变，要保持战略定力，坚定做好自己的事，全面落实“疫情要防住，经济要稳住，发展要安全”...统筹好疫情防控和经济社会发展，继续抓好稳经济一揽子政策和接续措施落地见效，着力推动高质量发展
政策基调	加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币...加大对企业的信贷支持，用好政策性开发性融资工具，重点支持基础设施领域建设...推动降低企业综合融资成本...密切关注国内外通胀形势变化...密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡...坚持底线思维	加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期，经济增长和物价稳定，内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有力的、更高质量的支持...引导商业银行用好充足政策性开发性金融工具额度和 8000 亿元新增信贷额度，引导商业银行扩大中长期贷款投放...高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化...推动降低企业融资成本和个人消费信贷成本...密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡...坚持底线思维，加强预期管理...维护好广大人民群众的利益

来源: 中国人民银行、国金证券研究所

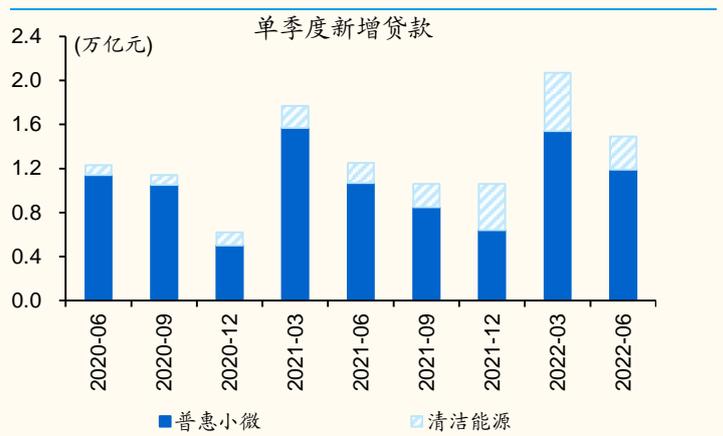
经济承压下，PSL、再贷款等结构性工具或继续发力，配合财政、准财政稳增长。财政担当重任、货币与之配合是当前稳增长主要搭配，除适度降准降息外，央行更多运用再贷款等工具，引导机构加大对实体经济支持，推动相关贷款明显增长。目前，部分再贷款工具额度已用完，后续或仍有追加空间；PSL 的重启，加大对政策性银行的支持，也一定程度降低降准补充基础货币的必要性。

图表 12: 部分再贷款额度已使用完毕

工具名称	支持领域	发放对象	利率	额度 (亿元)	使用进度
支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	7600	29%
支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	16400	15%
再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2% (6个月)	7000	12%
普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2% (激励)	400	89%
碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构	1.75%	8000	77%
支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	88%
科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	2000	100%
普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	100%
交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流 (含快递) 企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	100%

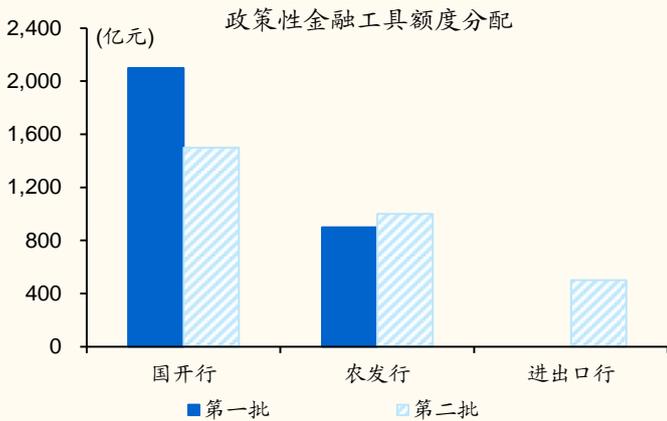
来源: 中国人民银行、国金证券研究所

图表 13: 再贷款工具带动相关贷款明显增长



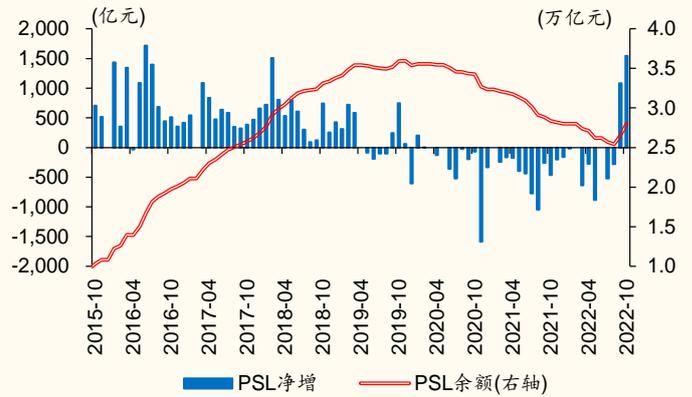
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 9月底, 政策性金融工具已投放完毕



来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: PSL 结束两年半的收缩, 近月明显放量



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量、疫情反复等拖累稳增长需求释放; 房企债务、居民购房意愿等, 继续拖累地产投资和销售。
- 2、疫情反复的干扰。变异毒株加大防控难度, 不排除疫情局部反复的可能。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 嘉里建设广场 T3-2402