

“半次”降准利好谁？

11月25日，央行宣布12月5日降准0.25个百分点。

对于此次降准，目前市场不乏短期解释，例如对冲未来或有MLF到期量等。**事实上历次降准操作的深意，要远高于短期货币市场金融考量。**

理解缘何降准、降准之后资本市场如何演绎，必须跳出货币流动性这一狭窄视野，而要充分考量当前实体需求、金融资产负债表等更多维度因素。

➤ 流动性缓释工具很多，不需要非用降准对冲MLF到期。

我们之前用系列报告详细论证了财政投放节奏深刻影响今年流动性表现。

今年国库密集投放资金之际，5至9月银行间资金利率维持相对低位，而当10月以后财政投放更多依赖大行信贷和政策性银行渠道时，资金利率上抬。

11月资金利率逐步转紧，并引发债券市场大度调整，央行积极流动性对冲紧随其后，11月21日DR001已经回落至1%附近。

当下货币市场流动性并不紧缺。资金利率低位徘徊之际启用降准，目的显然不是为了投放更多流动性。

虽然12月有5000亿元MLF到期量，但这一规模较11月1万亿美元的到期量明显减弱。11月15日1万亿MLF到期之时，央行都未降准，那么12月5日才启用“半次”降准，显然不是因为12月MLF到期压力过大。

中国货币投放工具颇为多样，有OMO，MLF，还有各种结构性信贷工具，MLF到期带来流动性大可用MLF续作等方式展开。如若为了对冲MLF到期就降准，当下小型银行法定存款准备金率只有5%，又能够对冲多少次MLF到期？

➤ “半次”降准，幅度精妙，释放信号足够明确——稳步宽信用。

我们此前对货币操作研究中反复提到一个论点，降准这一操作本身就极具中国特色，放眼全球，极少有国家将法定存款准备金率作为常规的货币松紧政策。

现代货币调控框架中，降准并非是常规的流动性管理工具，而更近似于金融管制工具，作用在于调适商业银行扩表空间。

第一，近期DR001维持在1%低位；第二，“半次”降准共计准释放5000亿元资金，等于12月MLF到期量；第三，降准底层逻辑在于释放银行扩表空间。综合这三点因素来理解，我们能够清晰理解此番“半次”降准的精妙意图：

降准最终目的不是为了缓解当前流动性问题，而是为了释放政策信号——未来中国还将积极推进宽信用，并且希望资金面尽量避免大起大落波动。

降低资金面波动，同时推进宽信用，不妨将这一政策信号理解为“稳步宽信用”。

➤ “半次”降准的两个利好，流动性预期稳定，资本市场风险偏好修复。

债市大幅波动之后，央行随之投放流动性，控制资金利率急速走高。此次降准对降低资金利率的现实效果有限，但有利于打消市场对央行货币转紧担忧。

即此番“半次”降准第一点利好，稳定流动性预期，打消市场对央行收紧的担忧。

今年以来疫情和地产因素，居民消费和投资双双受挫。不仅内需偏弱，居民资产配置风险偏好也一再降温，资金困在银行负债端，不愿意走向风险性资产。一个典型例证是M2增速偏高，然而私人部门信用难扩。

降准最终目的是为推动银行扩表，与“保市场主体”类的地产纾困政策一起，共同推进内需企稳、信用扩张。信用扩张，则风险偏好修复。

可见此番“半次”降准第二点利好，修复资本市场风险偏好。

股票市场或更受益于此番降准。债市短端利率受益于流动性预期企稳，长端利率更取决于信用扩张，本质上受地产牵引。未来密切关注后续地产政策落地效果。

风险提示：地产政策不及预期；货币政策超预期；疫情扩散超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

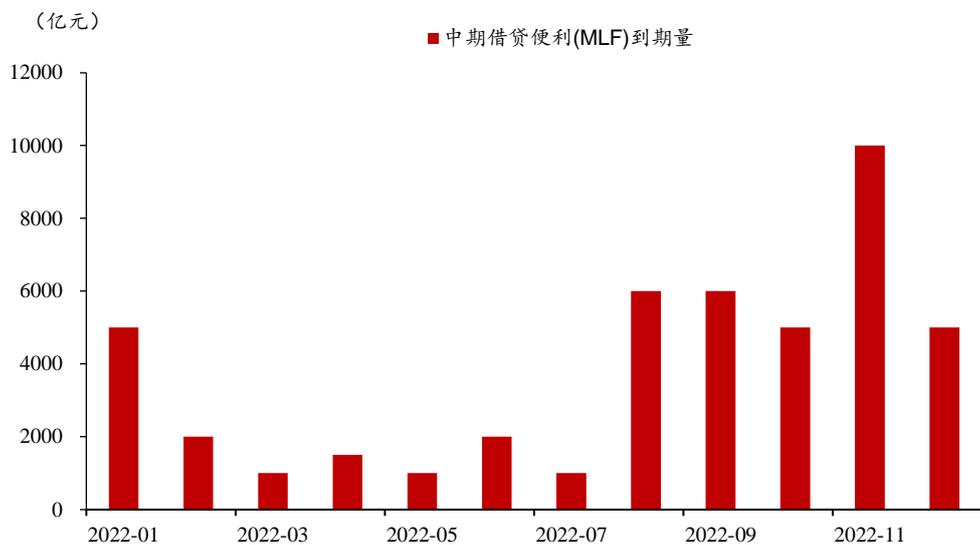
电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

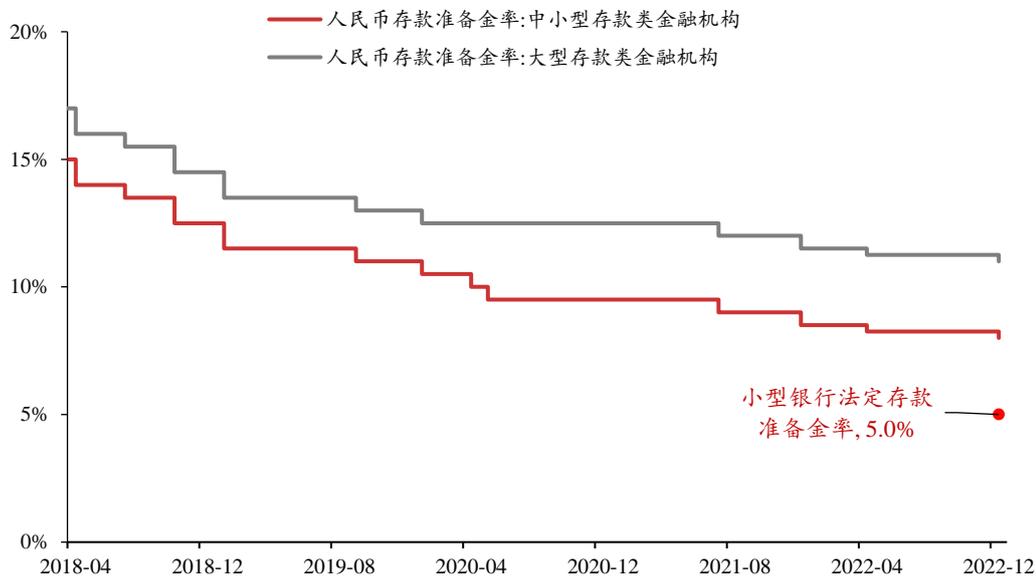
- 1.宏观专题研究：地产纾困有了新变化-2022/11/26
- 2.2022年11月国常会点评：央行的转型-2022/11/24
- 3.宏观经济及资产配置展望：2023年：宏观转向，资产换锚-2022/11/23
- 4.全球大类资产跟踪周报：国内债市大幅调整-2022/11/20
- 5.宏观事件点评：央行的态度-2022/11/18

图 1: 11 月才是今年 MLF 到期高峰



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 2: 当下中小型银行法定存款准备金率已经不高



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026