

11 月央行降准对经济及股指的影响分析

一、央行降准概况

11 月 25 日，央行宣布，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，对于已执行 5% 存款准备金率的金融机构不包含在内，此次降准共计释放长期资金约 5000 亿元，下调后金融机构加权平均存款准备金率为 7.8%。11 月份的降准也是今年以来第二次，今年首次降准发生在 4 月份，当时全面降准 0.25 个百分点，释放长期资金 5300 亿元。4 月份降准完毕后，沪深 300 指数经历 11 天市场大跌近 10% 后，于 4 月 26 日见底企稳，并迎来了 20% 的大幅上涨反弹。

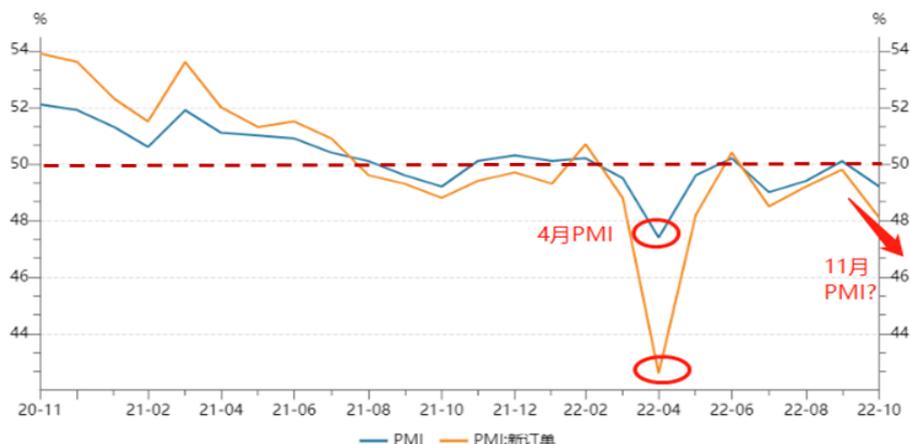
二、央行降准的背景

（一）央行降准短期与长期经济背景

央行降准政策的出台时机和降准力度把握都是基于经济逆周期调节的时点与当前经济状况综合考虑的结果。

从短期经济状况来看，根据国家统计局公布的数据，10 月份我国制造业 PMI 为 49.2，再度回落至荣枯线以下，新增订单指数 48.1，更是下滑至除 4 月份以来近两年最低位（图 1）。受内需、房地产投资与疫情反复的影响，从 2021 年 8 月份以来，我国经济增速持续低迷，4 月份上海疫情对经济造成较大冲击，央行适时进行了 0.25% 的降准，尽量缓解市场流动性和疫情对经济的影响。此次 11 月份的央行降准政策推出，很大一部分原因出于我国政府对经济发展形势和第四季度稳增长的考虑。

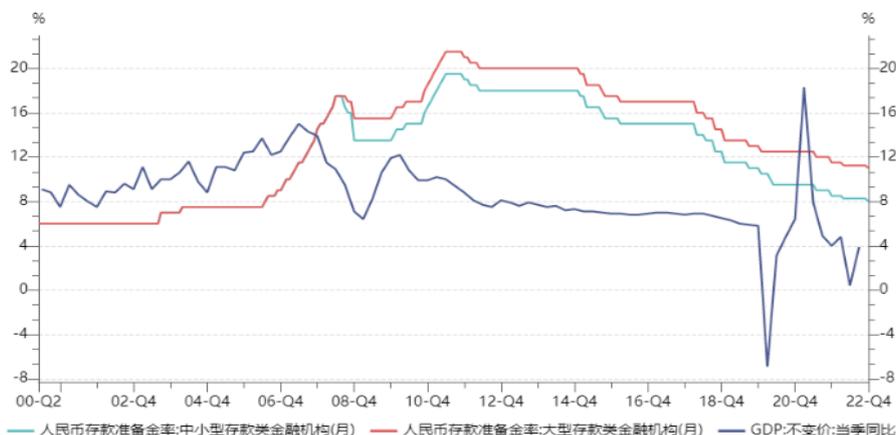
图1 中国制造业 PMI 与 PMI 新订单



数据来源：WIND、华金期货

从中长期来看，伴随着我国经济规模的大幅增长，经济增速很难维持高位，当前经济增长更加注重结构与质的变化。2000-2010 年我国经济增速高达 8%以上，同时伴随着较高的货币供给，2011 年为了遏制 08 年金融危机“四万亿”投资带来的通胀风险，存款准备金率一度接近 20%。此后 10 年期间，GDP 虽然仍然以平均每年 6%的速度增长，但是增幅减缓(图 2)。

图2 金融机构存款准备金率与 GDP 增速



数据来源：WIND、华金期货

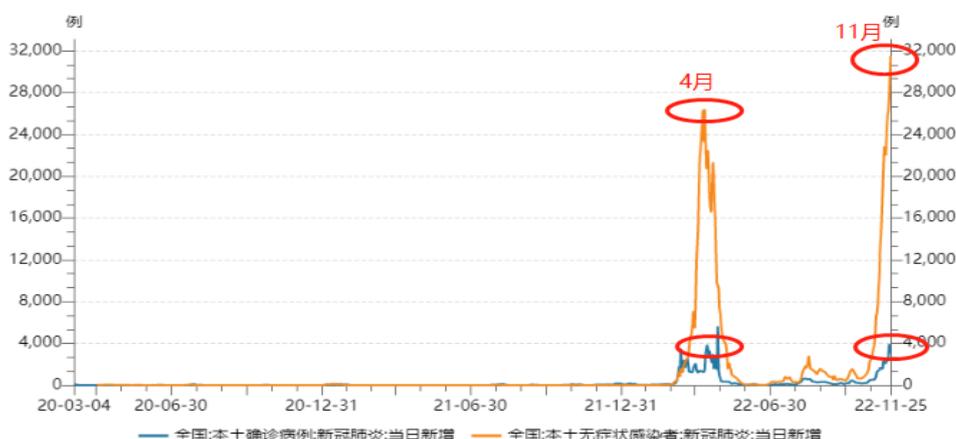
与此同时，伴随着供给侧改革、经济结构调整，货币供给从 21 世纪前 10 年的的大幅宽松逐渐趋于稳定，近五年来由于贸易摩擦、新冠疫情、地缘政治冲突等因素影响，经济增速再次放缓，在货币供给保持稳定的前提下，存款准备金率从 2018 年的 15%持续下调至当前 8%

附近。从中长期角度看,我国仍然处于存款准备金率的下降周期,由于央行的逆周期调节特点,这一周期和长期的经济增速表现呈现出密切正相关。

(二) 央行降准的疫情防控背景

从疫情发展与疫情防控状况来看,11月11日,国务院公布进一步优化防控工作的二十条措施,一方面对前期严格的防控措施进行了调整,另一方面要求各地坚定不移贯彻“动态清零”总方针。但是伴随着变异病毒的传染性增强,进入11月份以来,新冠疫情每日新增呈现爆发式增长,其中11月份25日全国无症状感染者31500多例,超过了4月份疫情高峰时期,当日确诊病例3400多例,高过4月份疫情高峰时期的平均值(图3)。疫情的反弹对于经济发展、中小微企业生存及社会就业带来较大影响。央行的降准对于企业纾困,市场流动性的合理充裕及金融机构融资成本的降低将会带来有效帮助,预计此次降准可降低金融机构资金成本每年约56亿元。

图3 我国新冠疫情日新增人数



数据来源: WIND、华金期货

(三) 央行降准的国际经济环境

虽然我国当前经济增长面临挑战,疫情影响叠加经济周期处于低谷,消费、房地产投资、居民新增贷款保持低迷,但是全球通胀仍然维持高位,地缘政治冲突,疫情反复及国际能源粮食物价都具有不确定性。这就使得央行不会采取“大水漫灌”,货币超发的降准力度。从降准

力度来看，此次降准为 0.25%，与今年 4 月份降准幅度相当，反映出央行在运用货币工具时的稳健货币政策态度。同时，受美国经济数据下滑及通胀企稳影响，市场预期美联储 12 月份加息力度放缓，美元指数高位回落（图 4），在这一时机推出降准，也不会对人民币构成太大的贬值压力。

图 4 美国通胀数据及美元指数

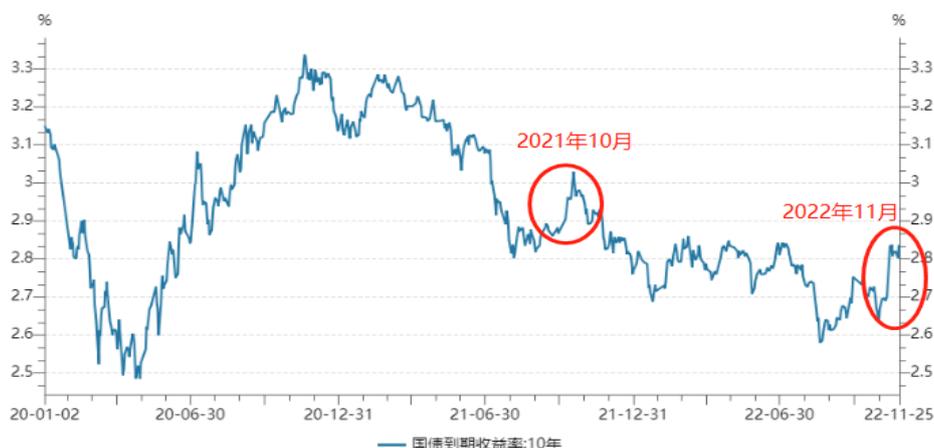


数据来源：WIND、华金期货

（四）央行降准的短期资金背景

从短期市场资金层面来看，11 月 11 日以来，债市出现大幅调整，十年期国债收益率从 2.7% 跳升至 2.837%，上升了 14 个基点，为 2021 年以来最大升幅（图 5）。

图 5 十年期国债收益率走势



数据来源：WIND、华金期货

债市的调整很大原因源于短期资金供应的减少，从央行公布的数据来看，11月份以来央行公开市场操作方面净回笼资金 9770 亿元，短期资金收紧。在这个时间节点央行适时降准，在一定程度上也能够缓解市场短期流动性不足预期。

三、此次央行降准的特点与意义

从 2011 年央行进入降准周期以来，今年降准与过去 10 年有显著的不同特点。在降准力度方面，今年 4 月份与 11 月份降准幅度均为 0.25%，过去 10 年单次降准幅度为 0.5-1%。一方面当前我国经济增长放缓的原因主要是疫情、消费增速下降及经济结构调整综合原因导致，仅通过货币大力度调节不仅不能够起到根本性作用，反而可能引发未来通胀风险。另一方面我国存款准备金率已经下降至 8% 附近较低位置，如果幅度较大，将会进一步压缩未来的政策调整空间。目前从市场中长期角度看，货币供给充裕，央行也表示将会继续实行稳健货币政策，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速相匹配。

总体来看，当前央行降准既保持了流动性的合理充裕，对于稳定四季度经济增长，落实经济政策措施提供了资金来源，又降低了金融机构、中小微企业的资金成本，对于疫情纾困起到了良好的助力。

四、历次央行降准与股指涨跌表现

从过去十来年央行进入降准周期以来的 A 股表现观察，过去 19 次降准，次日股指日内出现 14 次下跌，日内下跌概率近 75%，尤其是如果市场出现高开，那么当天下跌概率较大。从次日涨跌来看，过去 19 次降准，上涨次数 10 次，下跌 9 次，上涨概率 53%，没有显著的统计意义。从牛市与熊市分类比较的降准次日涨跌表现来看，也都呈现涨跌各半的特点(表 1)。

表 1 2011-2022 历次降准 A 股涨跌表现

公布时间	下调幅度	上证涨跌	深证涨跌	牛熊 (60MA)	次日日内表现
2022/4/15	0.25%	-0.49%	0.37%	熊市	低开窄幅上涨
2021/7/9	0.5%	0.67%	2.14%	牛市	低开下跌
2020/4/3	1.0%	2.05%	3.15%	熊市	高开窄幅上涨
2020/3/13	1.0%	-3.40%	-5.33%	熊市	高开大幅下跌
2020/1/1	0.5%	1.15%	1.99%	牛市	高开上涨
2019/9/6	0.5%	0.84%	1.82%	牛市	高开探底回升
2019/1/4	1.0%	0.72%	1.58%	熊市	高开震荡微涨
2018/10/7	1.0%	-3.72%	-4.05%	牛市	低开下跌
2018/6/24	0.5%	-1.05%	-0.90%	熊市	高开下跌
2018/4/17	1.0%	0.80%	0.92%	熊市	高开下跌探底回升
2016/2/29	0.5%	1.68%	2.47%	熊市	平开震荡上涨
2015/10/23	0.5%	0.50%	0.73%	牛市	高开震荡下跌
2015/8/25	0.5%	-1.27%	-2.92%	熊市	高开震荡下跌
2015/6/27	0.5%	-3.34%	-5.78%	熊市	高开下跌
2015/4/19	1.0%	-1.64%	-1.96%	牛市	高开冲高回落下跌
2015/2/4	0.5%	-1.18%	-0.46%	牛市	高开下跌
2012/5/12	0.5%	-0.60%	-1.16%	牛市	高开下跌
2012/2/18	0.5%	0.27%	0.01%	牛市	高开下跌
2011/11/30	0.5%	2.29%	2.32%	熊市	高开冲高回落微跌

数据来源：华金期货

从市场估值的角度来看，当市场周期位于低谷，市场估值处于低位，降准对于市场具有延迟的正向效应，如 2016 年 2 月，2018 年 10 月，2020 年 3 月及 2022 年 4 月（图 6）。

图 6 四次降准时点与沪深 300 指数估值及走势



数据来源：WIND、华金期货

报告日期：2022/11/27

联系我们

研究员：毛玮炜 执业资格证号：F3051431/Z0013833

华金期货有限公司

经营范围：商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货投资咨询

地址：天津市和平区五大道街南京路 183 号世纪都会商厦办公楼 22 层

电话：400-995-5889

网站：www.huajinqh.com

免责声明

本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。