

适时适度，稳定预期

——2022 年 11 月 25 日全面降准点评

2022 年 11 月 25 日，央行宣布将于 2022 年 12 月 5 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）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.8%。

一、实质：兼顾内外平衡，“防风险”“稳增长”

此次降准选择在 **MLF** 即将大量到期、债券市场大幅波动、经济修复不及预期“三重压力”叠加的时点，释放积极信号，稳定市场预期，充分满足国常会部署的“适时”要求。

一是“补缺口”“降成本”。此次人民银行降准公告，是近两年来首次以“为保持流动性合理充裕”的表述开头。结合近期资金利率开始向政策利率回归，显示超额存款准备金规模已较前期高点有所回落，银行间流动性逐步趋紧。而 12 月将有 5,000 亿 **MLF** 到期，叠加跨年资金需求，流动性缺口加大。本次降准可共计释放长期资金约 5,000 亿元，可有效弥补流动性缺口。同时，相较 **MLF** 续作，由于法定存款准备金利率（1.62%）低于 **MLF** 利率（2.75%）113bp，本次降准预计可降低金融机构资金成本每年约 56.5 亿元，并传导至实体经济，降低企业综合融资成本。

二是“抑波动”“防风险”。11 月 10 日以来，随着美国 **CPI** 通胀超预期回落，以及我国公共政策及房地产政策出现积极信号，债券市场利率迅速大幅上行，并触发银行理财和公募基金大规模赎回。为此，央行加大公开市场操作，11 月 14-18 日当周，央行公开市场货币累计净投放 3,680 亿元，以维护市场流动性，稳定债券市场预期。本次降准有利于向市场传递央行维持流动性合理充裕的政策意图，有效缓解债券市场单边下跌风险。

三是“稳增长”“促投资”。10 月实体经济整体修复动能减弱，显示四季度经济持续恢复压力加大：消费和出口同比增速滑入负区间；房地产投资收缩加剧。同时，金融数据未能延续 9 月的超预期表现，仅企业中长贷有所支撑，居民和政府表现不佳，金融支持实体经济的必要性上升。近期随着金融支持房地产市场平稳健康发展的政策逐步落地，此次降准可为房地产纾困提供适宜的流动性环境。

此次降准延续了今年以来 25bp 的调降幅度，响应了国常会部署的“适度”要求，是央行兼顾“内外平衡”之下，高效利用降准空间的选择。

一方面，降准幅度需充分考虑外部平衡及未来的政策空间。一是目前中美收益率曲线仍然全面“倒挂”，10 年期美债收益率仍高于中国国债 91bp，人民币对美元汇率仍处在 7.15 的低位。央行此次选择小幅降准，既可兼顾汇率在合理均衡水平上的基本稳定和国际收支平衡，又为明年货币政策相机抉择留出空间。二是 2018 年以来，我国已累计实施降准 13 次，加权平均法定存款准备金率从 15%降到了约 8.05%，处于历史低位，未来仍有政策调整空间，但弥足珍贵。近两次降准公告中，均明确降准适用机构不含已执行 5%存款准备金率的金融机构，指向 5%是金融机构存款准备金利率的阶段性下限。

另一方面，此次 25bp 的降准幅度已足够充裕。虽然此次降准释放的 5,000 亿资金总量上不及今年之前的历次降准，但 12 月份有超过 1 万亿元的国债和特别国债到期，释放的资金既可满足年末的流动性合理需求，也能够为明年全国经济“开门红”提供适宜的流动性环境。

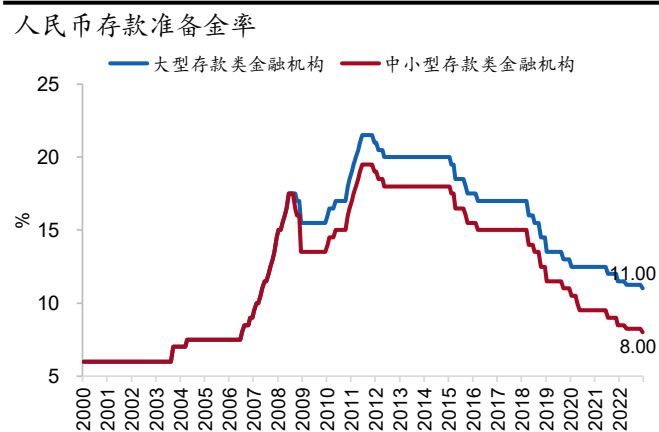
二、前瞻：明年降准降息仍可期

前瞻地看，明年我国货币政策空间将明显扩张，政策将相机抉择，维持积极姿态，助力经济复苏。随着美国经济温和衰退，中国经济渐进重启，美联储紧缩放缓乃至逆转，资本外流和人民币贬值对我国货币政策的掣肘将相应减弱。考虑到国内经济复苏基础仍不稳固，央行可能于上半年进一步降准降息。基准情形下，全年央行或择机降准两次，每次

0.25pct, 在维持流动性合理充裕的同时“降成本”。1 年期 MLF 亦或调降 10bp, 1 年期和 5 年期以上 LPR 或随之“非对称”下调 10bp、15bp, 更好支持实体经济中长期信贷增长。

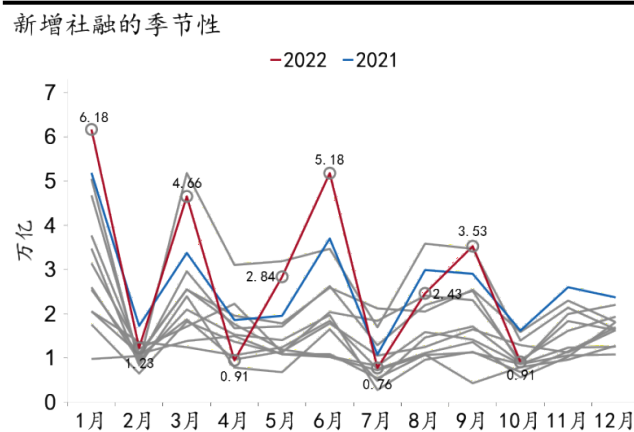
(评论员: 谭卓 牛梦琦)

图 1: 本次存款准备金率下调 0.25pct



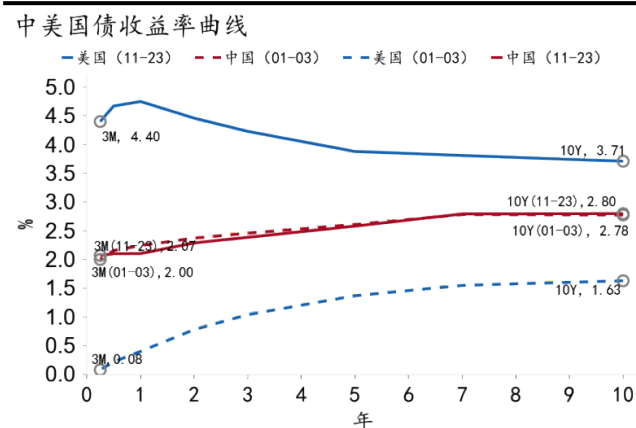
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 2: 10 月社融超季节性回落



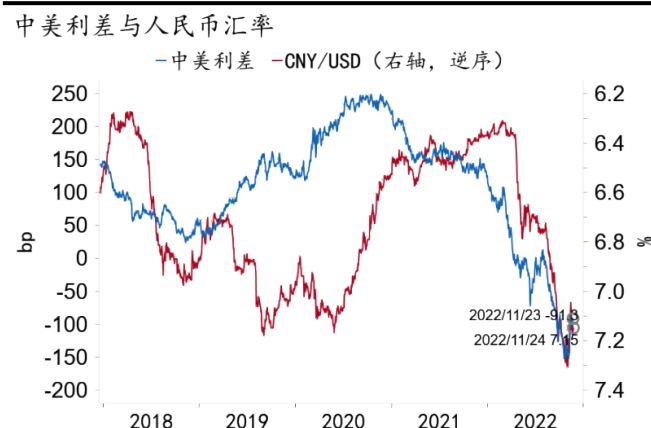
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 3: 中美收益率曲线全面倒挂



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 人民币对美元汇率仍处在低位



资料来源: Macrobond、招商银行研究院