

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。

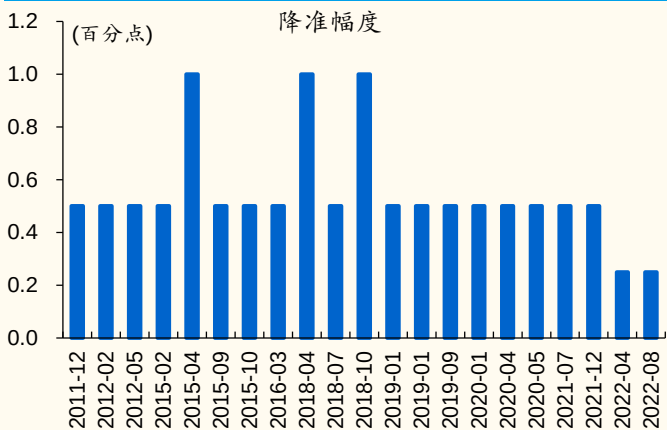
图表 1：国常会提及降准后，央行多在 1 周内宣布降准

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严重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

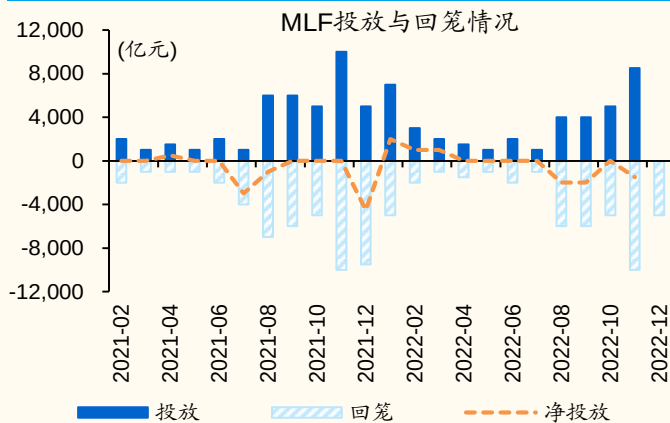
降准幅度仍相对克制、大体符合市场平均预期。此次全面降准，是继今年4月之后第二次0.25个百分点幅度的降准，低于过往0.5个百分点的降幅；释放长期资金约5000亿元，也只有过往的一半左右。考虑到12月尚有5000亿元MLF到期，央行如何操作或影响年底长期资金实际净投放，后续仍需跟踪。

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

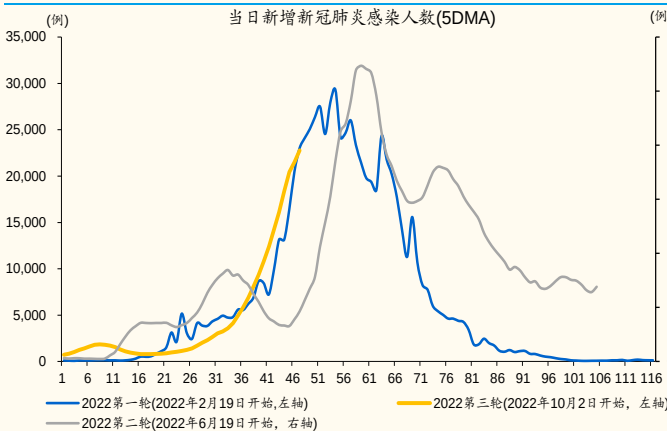


来源: Wind、国金证券研究所

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

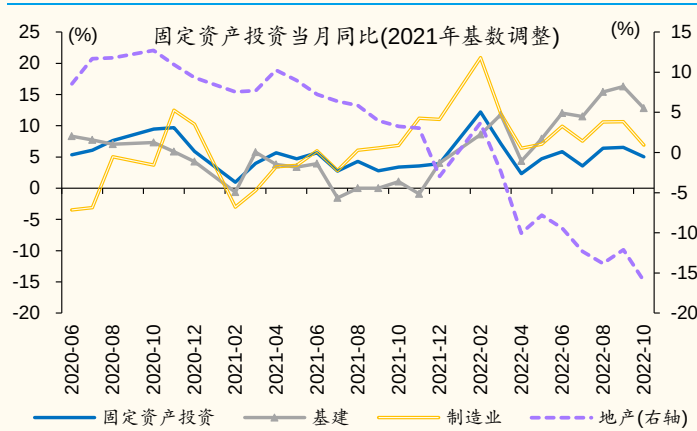
经济“二次探底”风险加大下, 降准有助于稳定预期、引导机构配合稳增长。央行答记者问中提及本次降准 3 个目的, 一是保持流动性合理充裕, 落实稳经济一揽子政策措施, 二是增加金融机构长期资金、支持受疫情影响微观主体, 三是降低融资成本。上次在 12 月降准还要追溯到 2011 年, 均是外需走弱拖累出口加速下滑、经济下行压力加大的阶段, 当前经济活动还显著受到疫情反复的抑制。

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

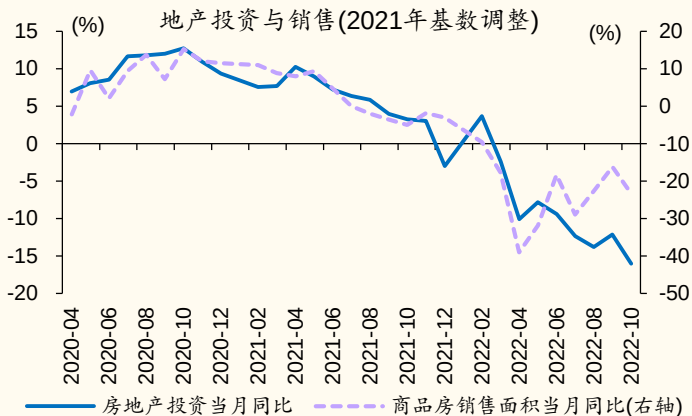
图表 5: 10 月, 三大投资均回落



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

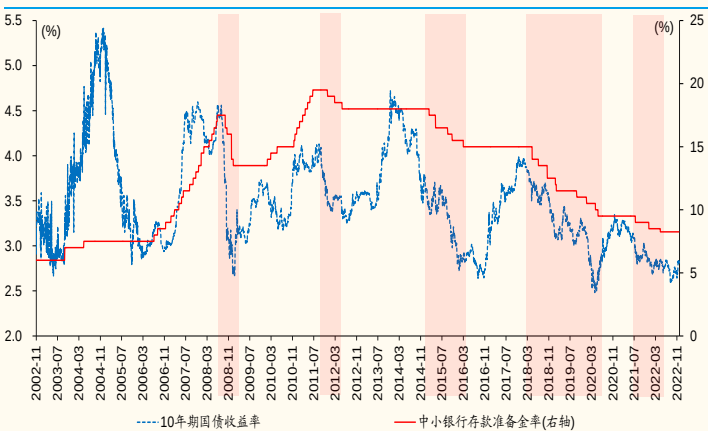
图表 7：专项债额度多有提前批

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

提及降准后，沪深300指数涨跌幅						
总理讲话日期	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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49357

