

降准重在稳增长、保就业、稳预期

核心观点

2022年11月25日，央行公告称决定于12月5日全面降准0.25个百分点，迅速落实11月23日国常会部署。我们认为近期疫情多点散发、形势严峻，降准重在稳增长、保就业、稳预期。当前货币政策进入首要目标在稳增长保就业、金融稳定、汇率及国际收支间高频切换状态，核心诉求仍是宽信用，预计基建、制造业、地产将是后续核心信用载体，此外，预计结构性政策将继续发力，做好受疫情影响较大的薄弱领域金融支持，发挥货币政策总量+结构双重作用。

□ 央行降准重在稳增长、保就业、稳预期

对于降准目的，央行提出，一是保持流动性合理充裕，保持货币信贷总量合理增长，落实稳经济一揽子政策措施，加大对实体经济的支持力度，支持经济质的有效提升和量的合理增长。二是优化金融机构资金结构，增加金融机构长期稳定资金来源，增强金融机构资金配置能力，支持受疫情影响行业和中小微企业。三是通过金融机构传导可促进降低实体经济综合融资成本。

我们认为，近期疫情多点散发、形势严峻，降准重在稳增长，保就业，及稳预期。11月23日国常会提出“四季度经济运行对全年经济十分重要，当前是巩固经济回稳向上基础的关键时间点”，本次降准共计释放长期资金约5000亿元，有助于提供增量流动性推动金融支持实体经济；9、10月我国调查失业率持平于5.5%目标值，仍位于阈值上限水平未明显回落，16-24岁人口调查失业率仍维持在17.9%，青年人口就业形势不容乐观，此时降准对于稳增长、保就业意义重大。此外，相比需求收缩、供给冲击这两重压力，预期转弱风险尤甚，扭转预期需要持续的宽松操作，尤其是11月上半月央行流动性边际收紧的情况下，本次降准也有助于缓解经济部门的悲观预期。

□ 降准0.25%，幅度主要是考虑货币乘数较高及物价、金融稳定、汇率等的掣肘

本次是继4月末全面降准后年内第二次降准，两次幅度均为0.25%，略低于过往年份，我们认为主要考虑是：1、截至10月，我国货币乘数7.85，处于历史峰值区间，货币乘数过高意味着市场自发派生存款速度较快，若继续大幅降准，可能使得央行流动性调控主动性有所降低；此外，一旦未来我国出现严重通胀，央行紧缩货币政策可能导致货币乘数大幅下行，对实体经济冲击过大。2、考虑物价、金融稳定、汇率及国际收支等因素，降准幅度较低。一方面，央行三季度货币政策执行报告提出“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”，较二季度相关措辞有所加强，体现央行关注通胀问题，从政策冗余度角度考虑，降准幅度较低。另一方面，目前金融稳定（资金空转）、汇率及国际收支状况仍存不确定性，我们此前判断当前货币政策基调处于在多个目标间高频切换状态，也对降准幅度有所掣肘。

□ 加权平均存款准备金率继续回落

本次降准后金融机构加权平均存款准备金率约为7.8%，较4月降准后的8.1%继续回落，分银行类型看，4月末降准后，央行披露大、中、小型银行加权平均存款准备金率分别为9.75%、7.75%和5%，由此我们推算本次降准后三者分别为9.5%、7.5%和5%（大型银行包括国有大型银行；中型银行包括股份制商业银行等；小型银行包括4000多家农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行等）。具体而言，每家银行适用的存款准备金率均有差异，2019年5月，人民银行建立“三档两优”存款准备金政策框架，“三档”即大型银行、中型银行、服务县域的银行三个基准档，“两优”是在基准档次基础上有两项优惠（普惠金融定向降准；服务县域银行达到新增存款一定比例用于当地贷款考核标准的

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《国常会部署降准解读：稳增长保就业诉求增强》 2022.11.23
- 2 《卖地低迷拖累支出，准财政替代财政发力——2022年10月财政数据的背后》 2022.11.17
- 3 《三季度货政报告边际变化有哪些？》 2022.11.17

给与定向降准)。从加权平均存款准备金率走势看，2018年初该数值为14.9%，近年来逐步走低，截至本次降准，已回落接近一半。

□ 政策诉求仍是宽信用

我们认为宽信用仍是当前核心政策方向。11月21日，人民银行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，研究部署金融支持稳经济大盘政策措施落实工作。投向上，我们预计基建、制造业中长期贷款是主要的信用载体，此外，地产领域也将成为重要的信贷投向，11月23日，央行、银保监会正式发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，促进房地产市场平稳健康发展“十六条”落地，金融各领域将持续强化维稳地产市场。重点领域、薄弱环节也是重要资金投向。11月23日国常会指出，加大金融支持实体经济力度。引导银行对普惠小微存量贷款适度让利，继续做好交通物流金融服务，加大对民营企业发债的支持力度。我们认为，除降准等总量性宽松工具外，结构性政策将继续发力，做好受疫情影响较大的薄弱领域金融支持，发挥货币政策总量+结构双重作用。

□ 央行首要目标将在稳增长保就业、金融稳定、汇率及国际收支间高频切换

我们坚持货币政策首要目标将在稳增长保就业、金融稳定、汇率及国际收支间高频切换，政策基调将在稳健略宽松及稳健中性间灵活切换的判断，该状态预计将延续至2023年一季度，正如此前多篇报告的分析，我们判断2023年初不排除央行采取定向降准等结构性宽松工具的可能性。二季度起，经济形势趋稳、汇率贬值压力及国际收支失衡风险也将有所缓解，货币政策首要目标缺失，政策基调转变为稳健灵活适度。全年看，2023年货币政策宽松幅度将较2022年边际收敛，工具以结构性调控为主，侧重定向引导、精准滴灌。

□ 风险提示

疫情及地产领域风险继续拖累信贷需求，若叠加汇率及国际收支承压，将加大货币政策操作难度。

图1：我国货币政策最终目标体系

过往货币政策七目标	现代中央银行制度货币政策四目标
经济增长 物价稳定 充分就业 国际收支平衡 金融稳定 金融改革和开放 发展金融市场	币值稳定 充分就业 金融稳定 国际收支平衡

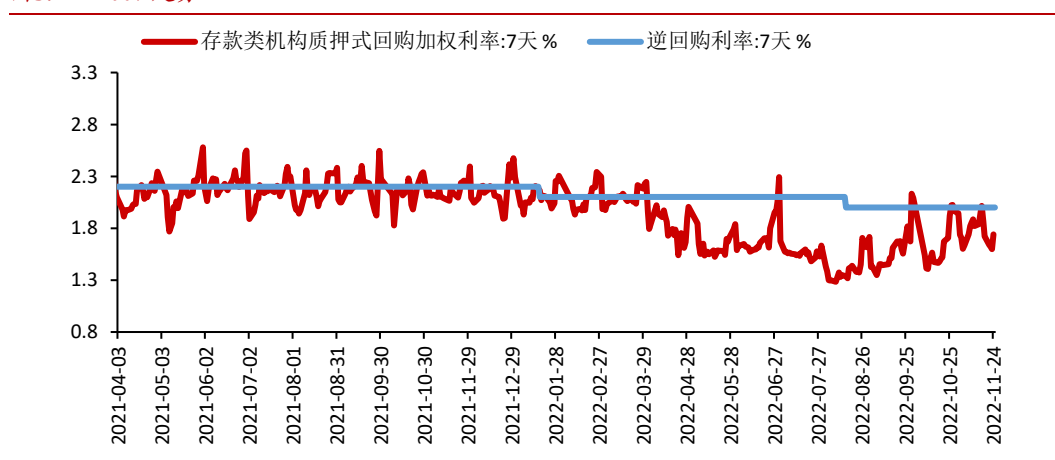
资料来源：中国人民银行，浙商证券研究所

图2：调查失业率仍处高位



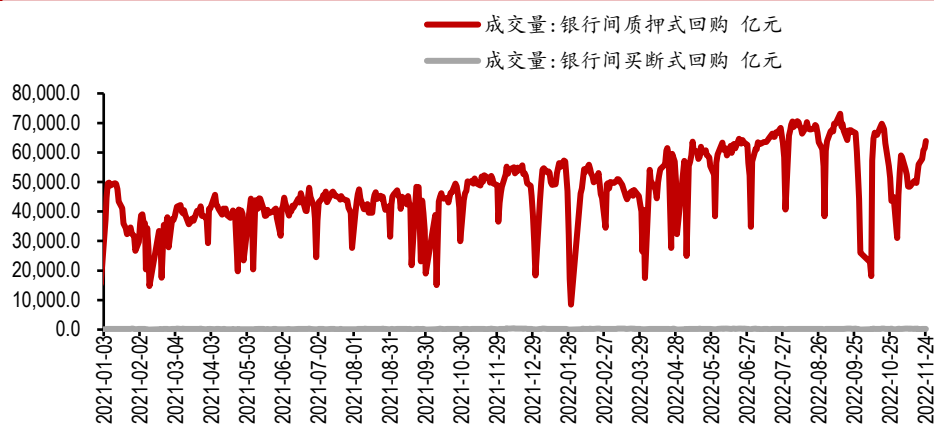
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：DR007 走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4： 银行间质押式回购交易量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

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_49375

