



宏观研究

【粤开宏观】降准的目的与影响

2022 年 11 月 26 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
 电话：010-83755580
 邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：原野

电话：15810120201

近期报告

《【粤开宏观】2022 年三季度货币政策执行报告的五个要点》2022-11-17

《【粤开宏观】河北：钢铁第一大省转型，财政体制与形势全景》2022-11-21

《【粤开宏观】拨云见日：2023 年中国宏观经济展望》2022-11-22

《【粤开宏观】从财税视角看河南“中原粮仓”为何“强而不富”》2022-11-24

《中国式现代化下的财税改革》2022-11-26

摘要：

2022 年 11 月 23 日，国常会提出“适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”，11 月 25 日，央行决定于 2022 年 12 月 5 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。

本次降准是央行迅速落实国常会部署，加大稳健货币政策实施力度，着力支持实体经济的表现。也说明当前货币政策并未转向，仍以经济增长为重。本次降准为年内第二次降准，与 4 月降准幅度一致，均为 25BP，属于相对克制的总量宽松政策。

首先，我们认为此次降准有宏观面、资金面、情绪面三重考虑：

（1）宏观面，保持宽信用环境，稳定实体经济。23 日国常会强调“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”。事实上，在外需回落、疫情冲击等多重因素下，四季度经济面临较大压力。需求端，10 月消费、出口全面回落，均录得负增长；地产投资持续探底，基建和制造业也呈现高位回落。供给端，工业、服务业生产均呈现同比下滑趋势。就业端，9、10 月连续两个月调查失业率持平与 5.5% 目标值，青年失业率维持高位，稳就业目标迫切。社融端，居民中长贷、企业短贷同比少增，实体需求依然疲软。综上，经济修复基础不牢、宽信用目标仍未实现决定当前仍需要相对宽松的流动性环境支持。

（2）资金面，优化银行资金结构，缓解流动性约束，增加银行长期稳定资金来源。央行下调法定存款准备金率，部分法定准备金会释放为超额准备金，这是基础货币的结构调整，其效应是不改变央行资产负债表基础上保持流动性供给充裕，直接增强了银行的资产扩张能力，也为银行让利实体经济提供条件。根据央行数据，本次降准共计释放长期资金约 5000 亿元，略少于今年 4 月降准释放的 5300 亿元，将降低金融机构资金成本每年约 56 亿元（4 月为 65 亿元）。

（3）情绪面，稳定近期波动较大的债市，避免债市与理财波动冲击实体经济。近期债市大幅波动，主要是疫情防控优化、房地产增量政策以及资金面趋紧所致。央行此时降准也有相关考量，一定程度能缓解资金面的影响，起到稳定债券市场预期的作用。

其次，我们认为选择 25BP 降准幅度的原因有三：一是符合国常会提出“适度”的要求，7.8% 的加权平均存款准备金率已经处于历史低位，距离 5% 的隐性下限较为接近，央行珍惜正常货币政策空间；二是外部通胀具有粘性，美联储加息仍在持续，加上央行在三季度货币政策报告中对明年通胀担忧，出于汇率、通胀等内外因素考虑，央行降准较为谨慎；三是今年 4 月以来 DR007 始终低于 7 天逆回购利率，10 月下旬虽然狭义流动性有收紧趋势，但 DR007 仍低于政策利率，流动性相对合理充裕，央行此刻选择 25BP 降准更多是对



冲未来年末效应可能带来的流动性紧张局面。

其后，降准或将打开 5 年期 LPR 调整空间。9 月以来银行进行了存款利率下调，负债成本有所降低，银行息差压力减小，加上降准释放的资金，或有利于进一步下调 LPR。与此同时，市场对于地产下行周期何时触底仍未达成共识，地产投资、销售、开工等关键指标没有明显缓解迹象，5 年期 LPR 下调的可能大于 1 年期 LPR。

最后，展望后市，降准对股市、债市短期内产生利好，中长期影响微弱。

(1) 债市方面，降准无疑利好短债，流动性供给充裕将弱化资金利率向上的趋势。需注意的是，降准放松了资金面约束，但国常会同时部署了稳经济一揽子政策，对债市形成利空。例如推动重大项目加快建设、加快设备更新改造落地等。此外，央行和银保监会发布《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》，房地产政策组合拳也在一定程度上对冲降准的利好。整体看，市场上获利了结的动力要大于持续加仓的动力。**对中长期债而言，央行三季度货币政策报告多次提示中长期通胀压力，未来利率中枢或将持续上行。**

(2) 股市方面，股市资金主要源于是居民和企业部门，央行降准更多作用于银行体系，缺乏直接影响渠道。但短期内，降准意味着更多稳增长政策的落地，加上目前股市处在估值洼地，或能提振市场信心，改善股市预期。长期内股市能否向上，仍然取决于经济复苏是否顺利，能否带动企业盈利周期开启，需密切关注地产、疫情等情况。

风险提示：政策效果不及预期、房地产市场超预期下行



目 录

一、降准的目的	4
二、降准的影响	6

图表目录

图表 1：2020 年以来历次降准回顾	4
图表 2：今年主要经济指标表现	5
图表 3：11 月利率债市场走熊（%）	5



一、降准的目的

2022年11月25日，中国人民银行发布公告，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（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%。

图表1：2020年以来历次降准回顾

宣布降准时间	内容	释放资金	每年节省资金成本
2020/1/1	下调金融机构存款准备金率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）。	8000亿元	150亿元
2020/3/13	普惠金融定向降准0.5-1个百分点，对符合条件的股份行再定向降准1个百分点。	4000亿元 +1500亿元	85亿元
2020/4/3	仅在省级行政区域内经营的城商行以及农村金融机构，两次分别下降0.5个百分点。	4000亿元	60亿元
2021/7/9	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）。	10000亿元	130亿元
2021/12/6	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）。	12000亿元	150亿元
2022/4/15	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）。 对没有跨省经营的农商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。	5300亿元	65亿元
2022/11/25	降低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）。	5000亿元	56亿元

资料来源：中国人民银行、粤开证券研究院

2022年11月23日，国常会提出“适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”，两天后央行宣布降准。本次降准是央行迅速落实国常会部署，加大稳健货币政策实施力度，着力支持实体经济的表现。也说明当前货币政策并未转向，仍以经济增长为重。本次降准为年内第二次降准，与4月降准幅度一致，均为25BP，属于相对克制的总量宽松政策。

我们认为此次降准有以下三重目的：

一是保持宽信用环境，稳定实体经济。事实上，10月以来市场上一直存在降准置换MLF的预期，但至今仍未兑现，11月15日，央行采用了PSL+再贷款+MLF缩量续作的方式填补了流动性缺口。其原因在于前期政策性开发性金融工具、设备更新再贷款等政策工具托举起经济，宽货币的必要性减弱。

但随着冬季来临，疫情再度反弹，并对经济复苏形成冲击。23日国常会强调“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”。在外需回落、疫情冲击等多重因素下，四季度经济面临较大压力。需求端，10月消费、出口全面回落，均录得负增长；地产投资持续探底，基建和制造业也呈现高位回落。供给端，工业、服务业生产均呈现同比下滑趋势。就业端，9、10月连续两个月调查失业率持平与5.5%目标值，青年失业率维持高位，稳就业目标迫切。社融端，居民中长贷、企业短贷同比少增，实体需求依然疲软。综上，经济修复基础不牢、宽信用目标仍未实现使得宽货币必要性回升，当前仍需要相对宽松的流动性环境支持实体经济。

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。央行下调法定存款准备金率，部分法定准备金变成了超额准备金以便于商业银行动用，这是基础货币的结



构调整，其效应是不改变央行资产负债表的基础上保持流动性供给充裕，增强了金融机构的资产扩张能力。2022年11月21日，易纲行长在金融街论坛讲话上点明“近几年我们通过降准来满足货币信贷增长对中长期流动性的需求”降准使货币乘数提高了”。根据央行数据，本次降准力度共计释放长期资金约5000亿元，略少于今年4月降准释放的5300亿元，将降低金融机构资金成本每年约56亿元（4月为65亿元）。

三是稳定近期波动较大的债市，避免债市与理财波动冲击实体经济。11月中旬，防疫政策优化、房地产增量政策出台叠加资金面趋紧，多重利空下，债市大幅调整。11月14日10年期国债利率上行达10bps，利率债震荡直接引发理财“赎回潮”，进而触发负反馈机制。成因上看，本次债市宽幅调整部分由于政策引发经济好转预期所致，但关键诱因还是流动性层面趋紧。央行此时降准也有相关考量，一定程度能缓解资金面的影响，起到稳定债券市场预期作用。

图表2：今年主要经济指标表现

类别	指标	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
GDP (当季同比)	实际 GDP	/	/	0.4	/	/	3.9	/
生产 (当月同比)	工业增加值	-2.9	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0
	服务业生产指数	-6.1	-5.1	1.3	0.6	1.8	1.3	0.1
消费 (当月同比)	社会消费品零售总额	-11.1	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5
	商品零售	-9.7	-5.0	3.9	3.2	5.1	3.0	0.5
	餐饮收入	-22.7	-21.1	-4.0	-1.5	8.4	-1.7	-8.1
投资 (累计同比)	固定资产投资	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	5.8
	房地产投资	-2.7	-4.0	-5.4	-6.4	-7.4	-8.0	-8.8
	制造业投资	12.2	10.6	10.4	9.9	10.0	10.1	9.7
	基建投资	8.3	8.2	9.3	9.6	10.4	11.2	11.4
出口 (当月同比)	出口	3.5	16.3	17.1	18.0	7.2	5.9	-0.3
房地产 (当月同比)	房地产投资	-10.1	-7.8	-9.4	-12.3	-13.8	-12.1	-16.0
	商品房销售面积	-39.0	-31.8	-18.3	-28.9	-22.6	-16.2	-23.2
	商品房销售额	-46.6	-37.7	-20.8	-28.2	-19.9	-14.2	-23.7

资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表3：11月利率债市场走熊（%）

— 中债国债到期收益率:10年

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_49345



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn