

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

如何理解央行全面降准 0.25 个百分点？

2022 年 11 月 25 日

- **国常会提出适时适度降准后，央行再一次火速落实。**2021 年以来的历次降准，基本都由国常会/总理提前定调，央行短时间内落实操作。11 月 25 日央行发布公告，全面降准 0.25 个百分点，释放长期资金约 5000 亿元。2021 年以来的历次降准，大多置换了部分到期的 MLF。今年 12 月和明年 1 月 MLF 合计到期 1.2 万亿元，预计也会有部分置换。
- **为什么是全面降准 0.25 个百分点？**第一，国常会对于稳经济的定调明确，意味着政策需有一定力度。第二，全国性金融机构是落实新一轮金融支持实体经济的主力，定向降准难以形成有效支持。第三，0.25 个百分点符合国常会所提的“适度”之意。本次降准背后主要有几点考量，包括疫情多点反弹，政策发力以巩固经济回升向上的基础，进一步为宽信用创造宽货币条件等。
- **降准之后，央行还会有哪些操作？**短期内央行再降 MLF 利率的概率较小。一是美联储加息仍在继续，人民币汇率的贬值压力尚未消除。二是必要性不足，稳汇率或稳地产不再是“二选一”，进一步降低购房成本，可通过拓宽房贷利率下限、再贷款工具提供优惠利率、下调 LPR 等方式实现。未来 1 年期、5 年期 LPR 均有下调空间，首先是银行面临的流动性和利率约束进一步缓解，其次是政策导向上看，长、短期 LPR 均有下调空间。
- **流动性的友好窗口仍在存续。**一是今年内至明年初，流动性有多项补充渠道。包括降准，以设备更新、科创专项再贷款为主的再贷款工具，抵押补充贷款 PSL，年末财政支出等。二是短期内地产融资修复幅度如何、能够造成多大流动性消耗，还有待观察。尤其考虑到新一轮疫情影响下，居民购房需求的回温时点或有所延后，居民房贷早期的修复斜率或较为平缓。综合来看，我们判断年内至明年 1 月中下旬，都是流动性的友好窗口。
- **风险因素：**疫情再度恶化，国内政策不及预期等。

目 录

一、如何理解央行全面降准 0.25 个百分点？	3
二、下一阶段货币政策与流动性展望	7
风险因素	9

图 目 录

图 1: 2021 年以来历次国常会/总理定调，以及央行操作	3
图 2: 未来几个月的 MLF 到期情况	4
图 3: M2、各项存款与准备金缴存范围增速对比	4
图 4: 2022 年 11 月以来疫情多点反弹	5
图 5: 基建、制造业投资回升势头较好，房地产投资下行风险仍存	5
图 6: 2022 年 10 月，社零与出口当月增速均落入负区间	6
图 7: 房地产销售表现低迷	6
图 8: 房地产企业拿地热情不高	7
图 9: 美元兑人民币汇率或进入低位震荡阶段	7
图 10: 相比前两轮放松周期，本轮房贷基准利率降幅较小	8
图 11: 房地产开发贷中主要分项占比	9



事件：

11月25日，中国人民银行下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。

一、如何理解央行全面降准0.25个百分点？

11月23日国常会提出适时适度降准，央行再一次火速落实。2021年以来的历次降准，基本都由国常会/总理提前定调，央行短时间内落实操作。11月25日央行发布公告，为保持流动性合理充裕，促进综合融资成本稳中有降，落实稳经济一揽子政策措施，巩固经济回稳向上基础，中国人民银行决定于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点。

2021年以来的历次降准，大多置换了部分到期的MLF。今年12月至明年1月，MLF合计到期1.2万亿元，降准释放的5000亿长期资金中，预计会部分置换到期的MLF。

1) 2021年7月全面降准0.5个百分点，释放约1万亿长期资金，7-8月MLF合计到期1.1万亿元，降准置换了其中的4000亿。

2) 2021年12月全面降准0.5个百分点，释放约1.2万亿长期资金，202112-202201MLF合计到期1.45万亿元，降准置换了其中的2500亿。

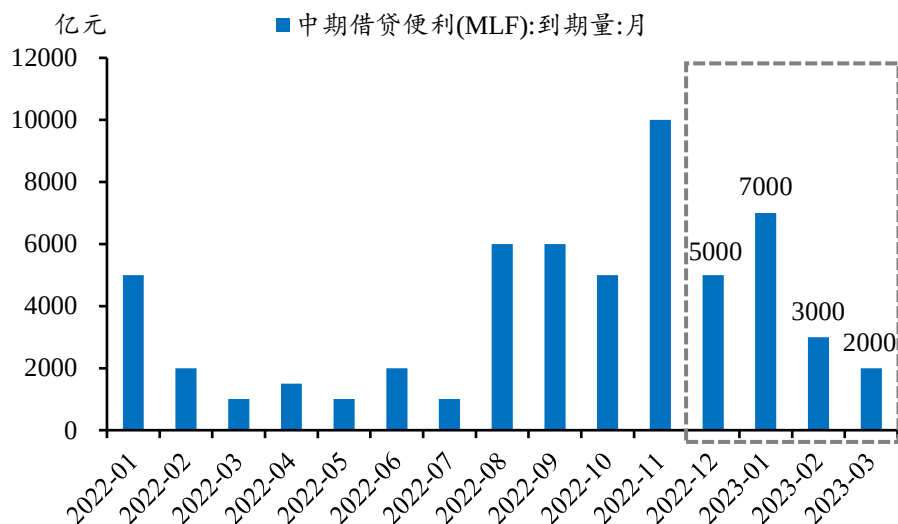
3) 2022年4月全面降准0.25个百分点，释放约5300亿长期资金，彼时MLF到期量较低，4-5月合计仅2500亿元，未置换。

图 1：2021 年以来历次国常会/总理定调，以及央行操作

定调时间	相关表述	央行公告时间	具体操作
2022/11/23	国常会：适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕	2022/11/25(周五)	2022/12/5 全面降准0.5个百分点。共释放长期资金约5000亿元，下调后金融机构加权存款准备金率约为7.8%。
2022/4/13	国常会：适时运用降准等货币政策工具	2022/4/15(周五)	2022/4/25 全面降准0.25个百分点，部分城商行额外多降0.25个百分点。共释放长期资金约5300亿元，下调后金融机构加权存款准备金率为8.1%。
2021/12/3	李克强总理会见IMF总裁：将适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度	2021/12/6(周一)	2021/12/15 全面降准0.5个百分点。共释放长期资金约1.2万亿元，下调后金融机构加权存款准备金率为8.4%。
2021/7/7	国常会：适时运用降准等货币政策工具	2021/7/9(周五)	2021/7/15 全面降准0.5个百分点。共释放长期资金约1万亿元，下调后金融机构加权存款准备金率为8.9%。

资料来源：国常会、中国人民银行、中国经济网，信达证券研发中心

图 2：未来几个月的 MLF 到期情况

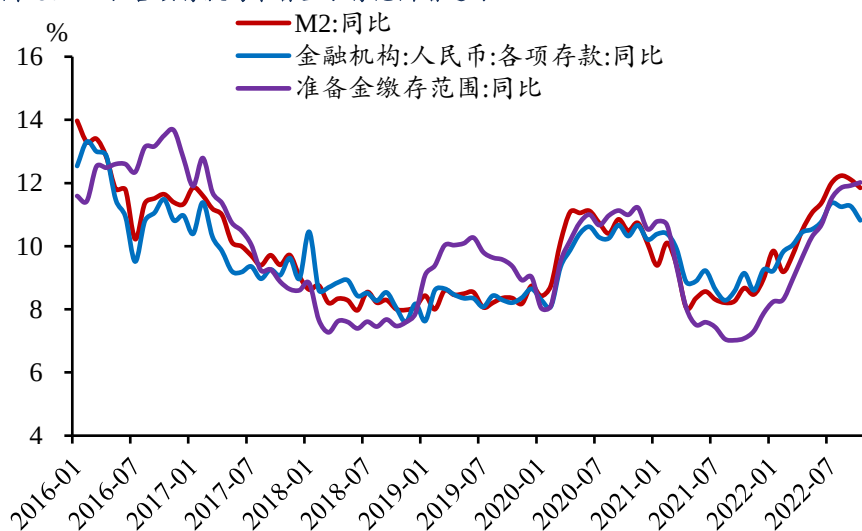


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

为什么是全面降准？ 第一，政策对于“稳经济”的定调明确。11月23日国常会部署抓实抓好稳经济一揽子政策和接续措施全面落地见效，巩固经济回稳向上基础。Q3货币政策执行报告中新提“推动经济实现量的合理增长”。第二，全国性金融机构是落实新一轮金融支持实体政策的主力，定向降准意义不大。前期7400亿开发性金融工具、2000亿保交楼专项借款等均由政策性银行负责；9月底监管部门要求21家全国性银行加大制造业中长期贷款、房地产等领域的信贷投放；今年以来设立的多项再贷款工具，其投放主力也都是全国性金融机构。

为什么是0.25个百分点？ 这一幅度符合国常会所提的“适度”之意。我们在前期相关报告中已有提示，今年下半年以来央行再贷款等结构性工具频出，能够有效补充银行间流动性（详见报告《设备更新改造贷款手册——对流动性与资产配置的影响》、《年内依然是流动性的友好窗口》）。全面降准0.25个百分点，进一步验证了央行维护流动性合理充裕的态度明确，货币政策基调尚未转向。

图 3：M2、各项存款与准备金缴存范围增速对比



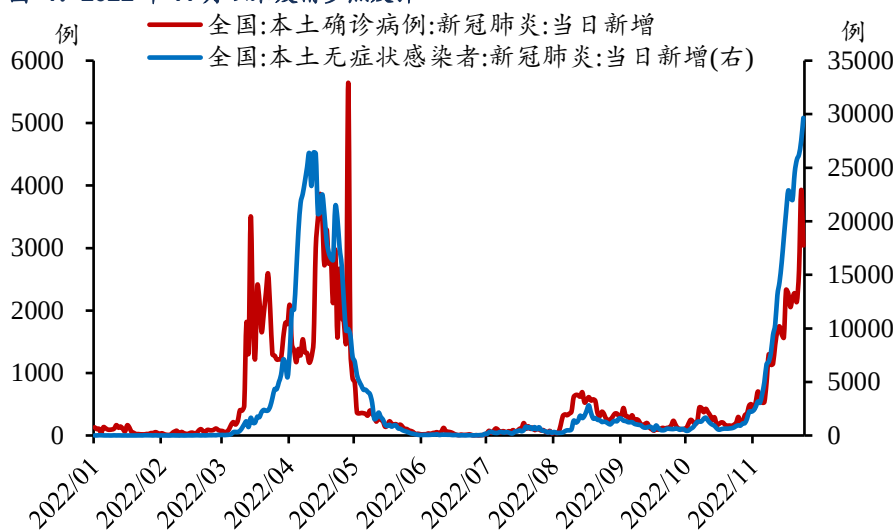
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

国常会提出适时适度降准，有哪些考量？

一是疫情多点反弹。 优化防疫二十条措施出台以来，第一阶段的疫情防控效果低于预期。11月24日全国新增确诊超百例的省份共有8个，包括广东、北京、重庆、四川、山西、河南、河北、黑龙江。从全国层面来看，本轮

疫情反弹的确诊和无症状感染者与今年4月份疫情的峰值相近。

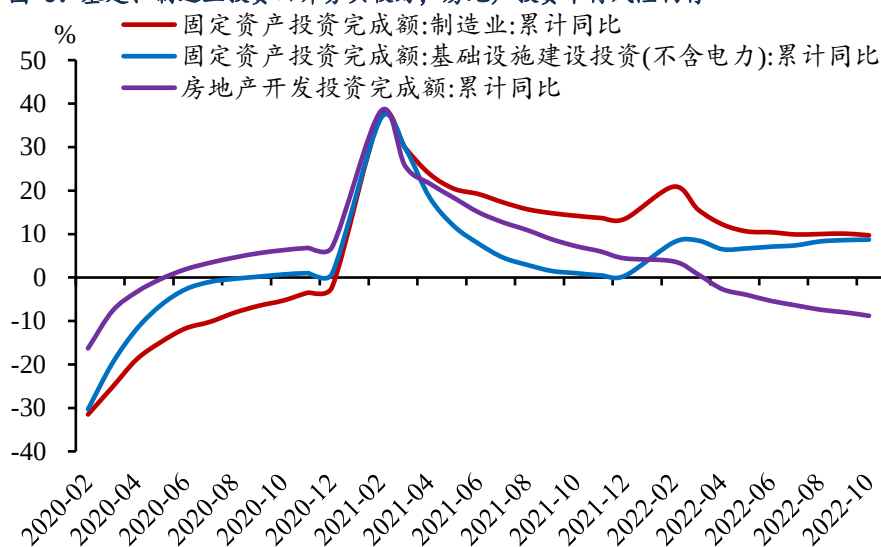
图 4：2022 年 11 月以来疫情多点反弹



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

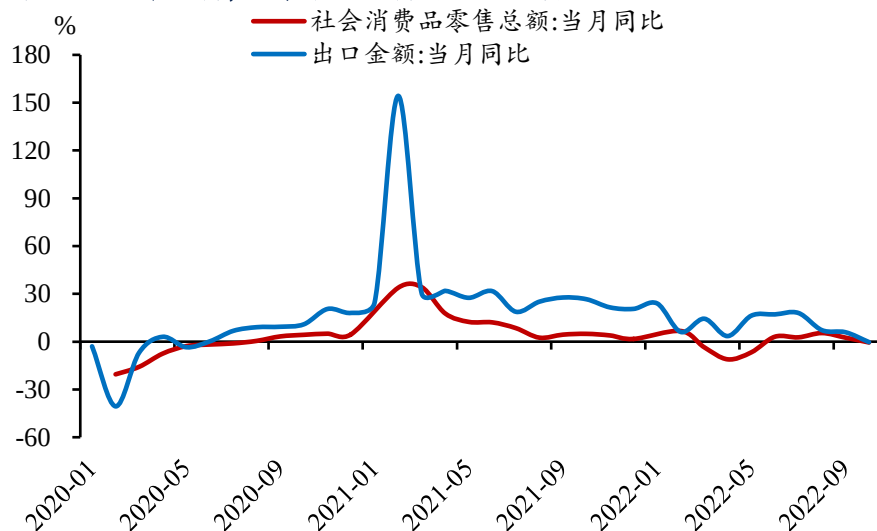
二是巩固经济回升向上的基础。回升势头较好的经济变量需要稳固，包括基建投资和制造业投资，推动相关重大项目加快建设、加快资金支付，需要一揽子政策措施持续支持。存在下行压力的经济变量需要稳住，包括房地产投资、消费和出口。其中出口增速在外需回落的压力下，存在进一步下滑的风险。10 月社零增速转负，新一轮疫情影响下，消费复苏有压力。

图 5：基建、制造业投资回升势头较好，房地产投资下行风险仍存



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：2022 年 10 月，社零与出口当月增速均落入负区间

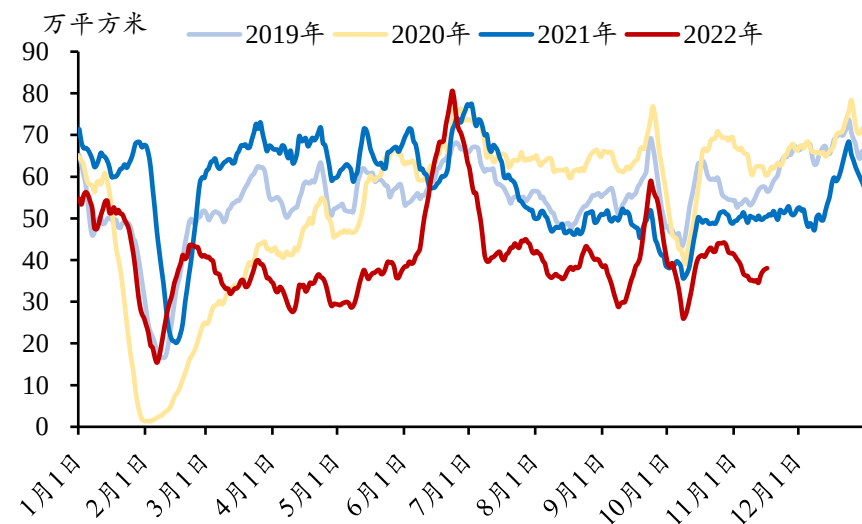


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三是进一步为宽信用创造宽货币条件。今年 5 月份以来，企业中长贷增速触底回升，“结构性”宽信用开启（详见报告《设备更新改造贷款手册——对流动性与资产配置的影响》）。央行提供的支持包括 PSL、多项再贷款等。

宽信用进一步发力，房地产融资是重点。从销售、拿地等领先指标来看，房地产景气度整体依然低迷，融资支持需要进一步加码。11 月 24 日，据财联社记者统计，国有六大行已向 17 家房企提供意向性授信额超 1.2 万亿。11 月 21 日，央行对外披露，在前期推出的“保交楼”专项借款的基础上，拟推出 2000 亿元“保交楼”免息再贷款支持计划。在金融机构不断加大房地产融资支持力度的趋势下，央行有必要提供充裕的流动性支持。

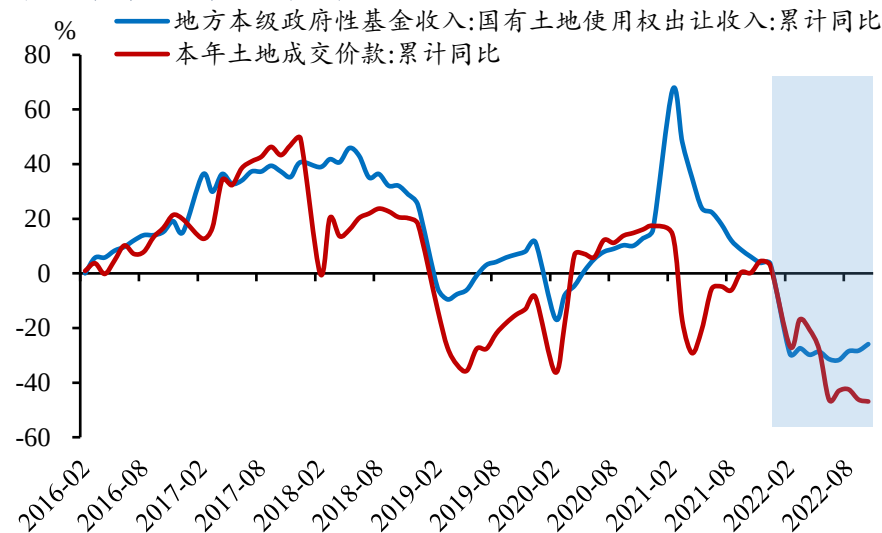
图 7：房地产销售表现低迷



资料来源: Wind, 信达证券研发中心



图 8：房地产企业拿地热情不高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

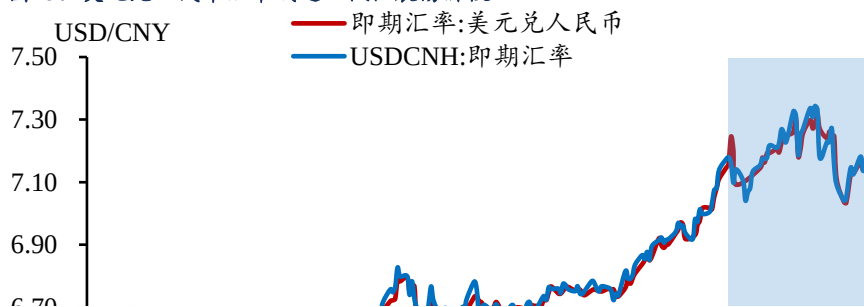
二、下一阶段货币政策与流动性展望

短期内央行再降 MLF 利率的概率较小。

一是美联储加息仍在继续，人民币汇率的贬值压力尚未消除。当前美元兑人民币汇率处于 7.15 左右的点位，后续可能进入低位震荡阶段，央行下调政策利率面临约束。

二是必要性不足，稳汇率或稳地产不再是“二选一”。在地产纾困政策密集出台之前，市场想象空间受限，政策预期聚焦于央行是否再降 MLF 利率。9 月末以来，放宽房贷利率下限、房地产“金融 16 条”、2000 亿保交楼再贷款等重磅政策先后落地。进一步降低购房成本，可通过拓宽房贷利率下限、再贷款工具提供优惠利率、下调 LPR 等方式实现。

图 9：美元兑人民币汇率或进入低位震荡阶段



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_49348

