

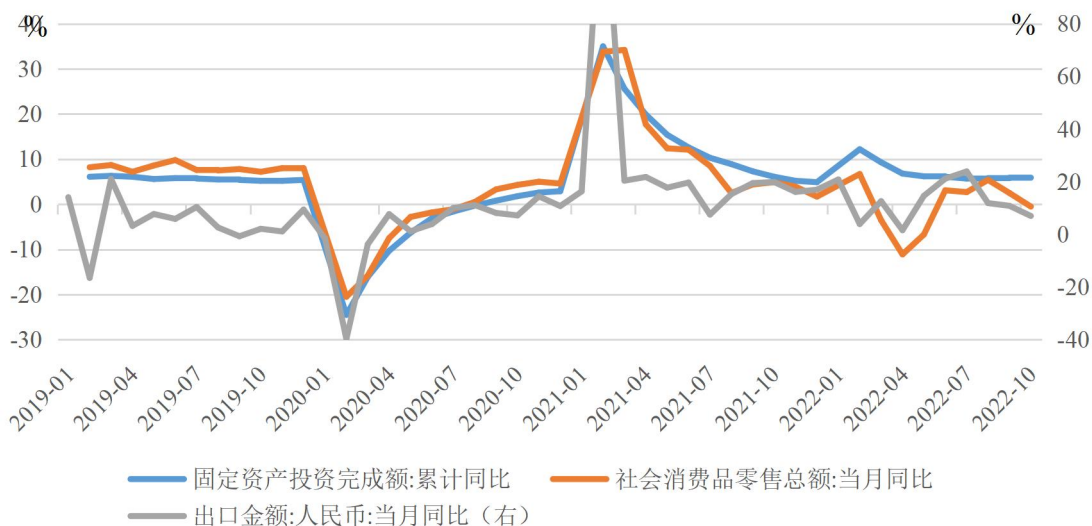
小幅降准缓解当前压力，信用继续扩张有赖需求恢复

联合资信 研究中心

11月25日，中国人民银行发布公告称，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，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%，共计释放长期资金约5000亿元，降低金融机构资金成本每年约56亿元。联合资信认为，本次全面小幅降准有利于缓解当前压力，信用继续扩张有赖需求恢复。

一、降准有利于缓解当前压力

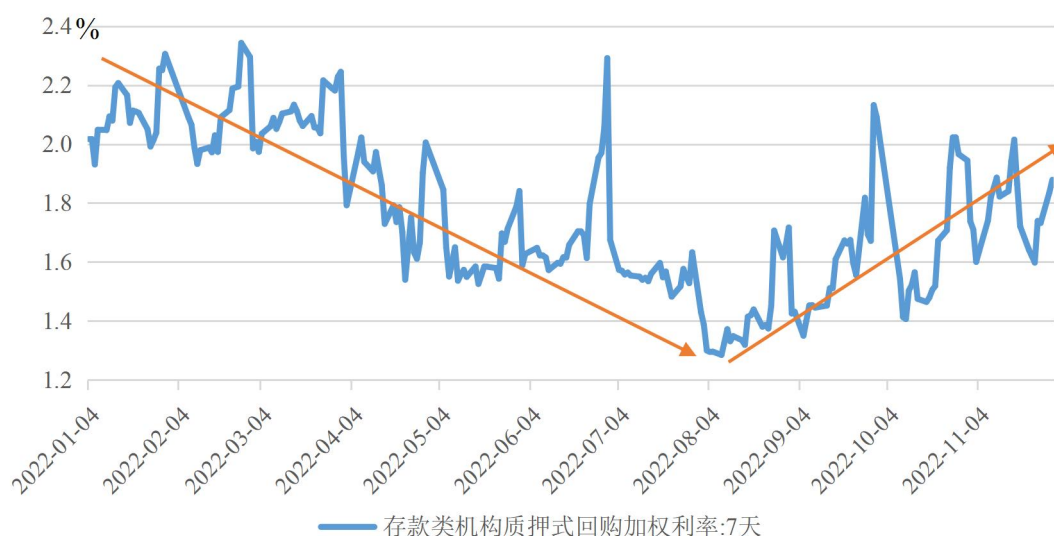
降准释放低成本资金，支持银行增加信贷投放，缓解当前经济下行压力。本次降准是在经济恢复放缓，市场利率有所抬升的背景下推出，有利于提振市场信心。2022年下半年以来，在稳经济一揽子政策及接续政策的强力支持下，我国经济恢复向好。但近期受国内疫情持续多点复发，房地产市场风险释放，外需减弱等因素影响，我国经济复苏趋缓，10月份社会消费品零售总额同比增速时隔5个月后再转负，出口金额同比增速较上月大幅下滑3.85个百分点，固定资产投资累计同比增速也有所回落。在这样的经济背景下，运用全面降准释放低成本资金，支持银行增加信贷投放，缓解经济下行压力，应该是恰当其时的。



数据来源：Wind，联合资信整理

图1 当前我国经济下行压力增大

本次降准可以直接缓解当前资金面趋紧局面。近期，国内债券市场出现显著调整，导致中低风险银行理财产品出现亏损，引发广泛担忧。而近期市场流动性趋紧，导致市场利率反弹，可能是引发债券市场下跌的主要原因。11月以来货币市场资金面剧烈波动，11月16日DR007升至2.02%的高位。债券市场调整叠加理财产品赎回潮引发负反馈，尽管央行通过加大逆回购投放力度带动资金价格回落，但是由于逆回购资金属于短期资金，上述负反馈的风险仍然存在，因此有必要通过降准释放长期资金来稳定债券市场。



数据来源：Wind，联合资信整理

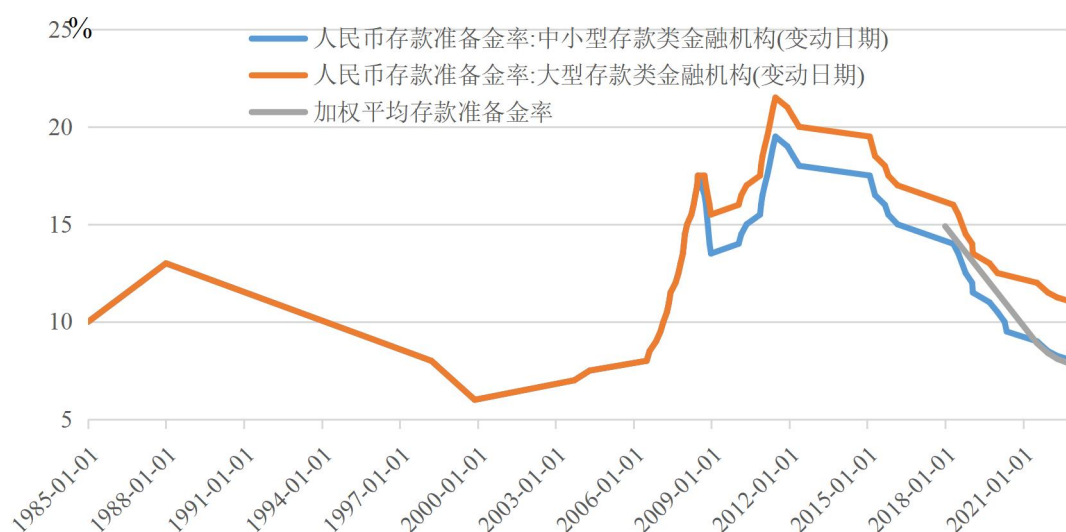
图2 2022年8月以来货币市场流动性总体收紧

支持商业银行加大对房地产行业信贷支持力度。11月21日央行对外披露称，将向商业银行推出2000亿元保交楼贷款支持计划。保交楼全面提速，需要的配套资金需求增加。近期在“金融16条”刺激下，银行加大对房地产企业的资金投入力度，各大银行纷纷加大对房企的授信额度，一周内总授信规模达到1万亿元以上，可见本次降准应该也包含支持商业银行加大对房地产行业信贷支持力度的意图。

联合资信同时注意到，本次降准操作的下调幅度是0.25个百分点，属于历史少见的小幅下调。央行历史上调整存准率的一般幅度是0.5个百分点，而今年以来两次小幅下调存准率，同时陆续推出科技创新再贷款、设备更新再贷款等结构性货币政策工具，反映了央行注重“发挥总量工具和结构性工具双重功能”的理念，同时也是在美欧等外部央行收紧货币政策的背景下，受到“兼顾内外”以维持人民币汇率稳定的约束。这种小幅下调释放的资金和金融机构资金成本的下降都较小，缓解压力的作用可能有限，更多作用可能还在于释放积极信号以提振市场信心。

二、本次下调后存准率接近历史最低水平，但仍有下降空间

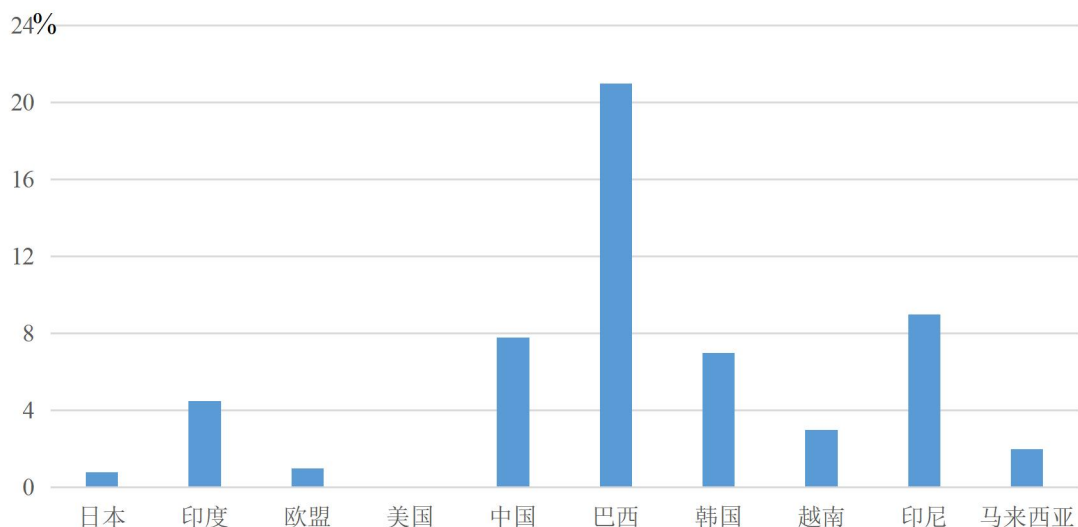
本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.8%，较 2018 年初的 14.9% 下降了 7.1 个百分点，为央行公布此数据以来历史最低水平。其中，中小型存款类金融机构存款准备金率降至 8.0%，较 2011 年 6 月最高点下降 11.5 个百分点，为有统计数据以来历史最低；大型存款类金融机构存款准备金率降至 11.0%，较 2011 年 6 月最高点下降 10.5 个百分点，但较 1999 年 11 月的历史最低水平 6.0% 尚高出 5 个百分点。从历史走势看，虽然此次下调后存准率总体处于较低位置，但仍然有下降空间，尤其是对大型存款类金融机构而言。



数据来源: Wind, 联合资信整理

图 3 近 10 年来我国存款准备金率持续下降

从国际比较看，我国存款类金融机构的法定存款准备金率基本处于中间位置，仍远高于发达国家水平，也高于印度、越南、马来西亚等新兴市场国家。另外，我们注意到，美国于 2020 年将存准率调降为零延续至今，英国、加拿大等国家很早已取消法定存款准备金要求，表明存款准备金率作为货币政策工具的重要性随着经济发展而趋于下降。未来一段时期内，存款准备金率仍可能是我国一项重要的货币政策工具，但随着经济发展存款准备金率进一步下降的趋势或将持续。

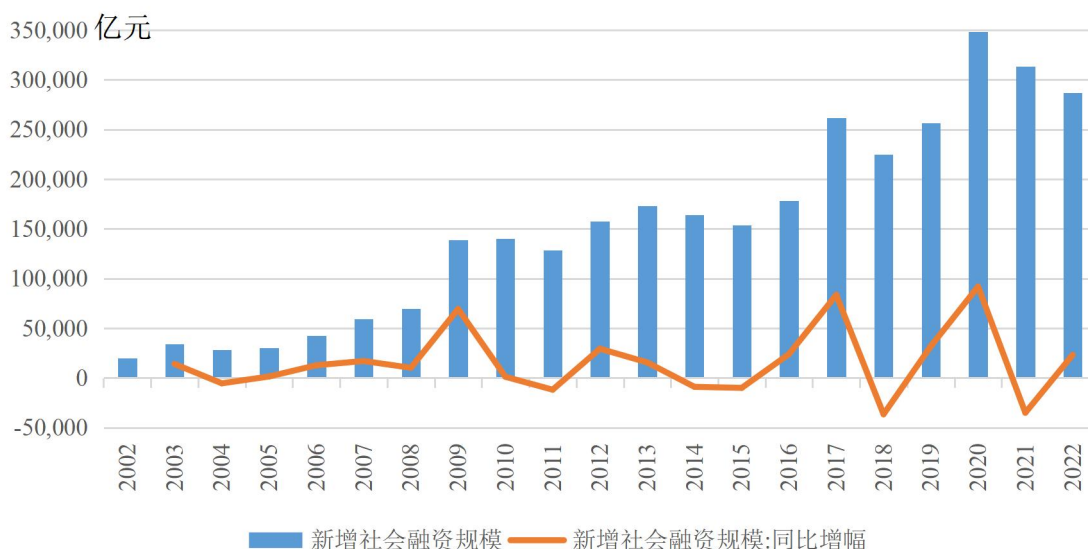


数据来源：CEIC，联合资信整理

图 4 当前全球主要国家存款准备金率比较

三、当前处于新一轮信用周期的扩张阶段，继续扩张有赖需求恢复

当前处于新一轮信用周期的扩张阶段。以社融增量同比数据为衡量指标，可以看到上一个信用周期经历了 2019—2020 年的扩张阶段和 2021 年的收缩阶段。2022 年 1—10 月，新增社融规模累计 28.7 万亿元，同比多增 2.31 万亿元，总体维持信用扩张态势，表明当前处于新一轮信用周期的扩张阶段。



注：2022 年新增社会融资规模及同比增幅均为 1—10 月累计数据。

数据来源：Wind，联合资信整理

图 5 当前处于新一轮信用周期的扩张阶段

未来信用扩张或将延续。随着 9 月底密集出台的提振房地产市场的系列阶段性政策陆续显效，以及设备更新专项再贷款工具的继续发力，叠加四季度以来房地产企业纾困政策的实施，尤其是针对民营房企的“三支箭”政策组合拳的陆续发出，预计 2022 年全年信用周期将运行于扩张阶段，支持实体经济持续恢复。按照以往信用周期一般包含 2—3 年的扩张阶段和 1—2 年的收缩阶段推演，2023 年信用周期总体或将继续运行于扩张阶段。2023 年经济仍面临“三重压力”，稳增长仍为政策主线，信用环境亦将随之宽松，从而推动信用扩张。

未来信用扩张情况，主要取决于实体部门融资需求的恢复。同时需要看到，信用扩张是供需两端共同作用的结果。今年以来，在政策的强力刺激和监管考核的促使下，金融系统流动性充裕，供给端表现相对积极宽松；而需求端受国内疫情反复、财政支撑力度减弱以及地产销售和消费需求疲弱等因素影响，实体经济融资需求总体偏弱。这意味着，未来信用扩张状况，主要取决于实体部门融资需求的恢复，尤其是企业部门和居民部门信心的恢复。而这需要稳定企业和居民长期预期的一揽子政策措施的实施及不断优化和完善，仅仅依赖降准等货币政策的作用显然是不够的。