

国信期货研发部专题报告

金融

或再度降准 金融助力股指

2019年10月16日

● 简要

从2007年开始，中国降准呈现一种多频率小幅度调整的变化。前期中国降准均是小频率大幅度的调整。尤其是2011年之后，中国降准频率更加频繁。准备金从一个“固定的”银行系统防范的“功能”过度到“兼顾经济宏观调控的职能”，且被纳入一种“常规性的工具”。

2011年以来，存款准备金率更多的承担了货币政策调控的工具的职能。让银行积极进行货币投放是央行降准的主要目的。降准成为调控经济的一种频繁使用的手段。

2015年以来，中国降准更为频繁，一般上半年的降准措施对M2起到一定的短期作用，下半年的降准措施对M2的作用并不显著。

从2015年以来降准来看，十次降准公告日后，上涨次数与下跌次数相等。可以看出降准信息公告对股市的“影响”并不确定。一次性事件冲击对行情影响并不能体现出规律性。但是从事件的连续性来看，降准事件往往在前期推动股市上行，而当股市“当年价位高位时”，降准已经无法对价格产生正面影响。

降准仅仅是经济调控的一种工具，且这个工具的效果本身显著性并不强。对于股市的刺激，要结合当时的行情本身的位置以及其它刺激政策的力度。不能武断的形成降准-刺激经济-股市涨的显著性。9月份的降准恰恰发生在股市“阶段性上涨”（上证5连阳）之后，对后续的刺激作用有限。

第四季度经济面临一定的压力，尤其是美中谈判一波三折可能形成较大冲击，从方向上看，中国货币仍然是“扩张性货币政策”为主，降息降准仍是刺激经济的重要手段。从力度上看，货币政策“扩张”的力度相对较弱，维持货币流动性充裕，央行在保持货币流动性稳定与“经济结构”方面做出平衡，尤其是防止以往扩张性货币政策积极流入房地产的道路。在这种平衡下，降准比“降息”具有更大的灵活性，更能平衡多重目标，通过降准提升银行的信贷能力，同时结构性政策调整信贷方向。

分析师：夏豪杰
从业资格号：F0275768
电话：0755-25942621

邮箱：15051@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、央行降准

2019年9月6日，中国央行公布降准。中国人民银行决定于2019年9月16日全面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）。

除此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，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存款准备金率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。

几年来，随着美国单边主义的兴起，市场对全球经济表现出明显的担忧。国内方面，即便中国目前经济数据合理稳定，面对美国挑起的单边保护主义，对中国也形成一定的影响。国常会、金稳会均表示中国需要加大“逆周期调节”的力度，及时运用“普遍降准”和“定向降准”，支持中国实体经济发展。

从长期来看，中国存款准备金调整经历了两次主升调整，两次主降调整。

第一次上调周期：从1985年1月1日开始，人民币存款准备金率为10%（中小型存款类金融机构，大型存款类金融机构），10%的存款保证金率执行了两年。1987年1月1日上调至12%，1988年1月1日上调至13%。13%的存款保证金率维持时间最长，持续了十年。

第一次大幅下调周期：1998年3月21日，人民币存款保证金大幅下调至8%，幅度较大（前期执行13%的存款准备金）。在执行8%的存款准备金率一年半之后，1999年11月21日将存款保证金率再度大幅下调，下调到了6%。6%的“超低准备金率”执行了将近4年，在2003年9月21日上调至7%。

前两次调整存款准备金率时间相对较长，且调整幅度较大。

第二次上调周期：2003年9月21日上调为7%，不到一年，在2004年4月25日小幅上调至7.5%。2006年连续上调准备金，且频率较高。2006年7月5日上调至8%，2006年8月15日上调至8.5%，2006年11月15日上调至9%。2007年持续频繁的上调准备金，2007年1月15日上调至9.5%，2007年2月25日上调至10%，2007年5月15日上调至11%，2007年6月5日上调至11.5%，2007年8月15日上调至12%，2007年9月25日上调至12.5%，2007年10月25日上调至13%，2007年11月26日上调至13.5%，2007年12月25日上调至14.5%。2007年一共上调了9次存款准备金。

2008年上半年，仍然延续上调准备金的趋势，2008年1月25日上调至15%，2008年3月25日上调至15.5%，2008年5月20日上调至16.5%，2008年6月15日上调至17%，紧接着在2008年6月25日上调至17.5%。

下半年开始下调准备金，但是下调的结构出现分化。**中小型存款类金融机构2008年10月15日下调至16%，大型存款类金融机构准备金率并未跟随下调，维持在17.5%。**2008年10月15日中小型存款类金融机构存款准备金率下调至16%，大型存款类金融机构下调至17%。2008年12月25日，中小型存款类金融机构下调至14%，大型存款类金融机构下调至15.5%。在经历仅仅一年之后，存款准备金再度上调。

2010年6次上调准备金。2010年1月18日大型存款类金融机构上调至16%，中小型存款类金融机构维持在14%。2010年2月25日，大型存款类金融机构上调至16.5%，中小型存款类金融机构上调至14.5%。2010年5月2日大型存款类金融机构上调至17%，中小型存款类金融机构上调至15%。2010年11月16日大型存款类金融机构上调至17.5%，中小型存款类金融机构上调至15.5%。2010年11月29日大型存款类金融机构上调至18%，中小型存款类金融机构上调至16%。2010年12月20日大型存款类金融机构上调至18.5%，中小型存款类金融机构上调至16.5%。

2011年继续上调准备金，累积上调6次，2011年底转为下调准备金。2011年1月20日，大型存款类金融机构上调至19%，中小型存款类金融机构上调至17%。2011年2月18日，大型存款类金融机构上调至19.5%，中小型存款类金融机构上调至17.5%。2011年3月25日大型存款类金融机构上调至20%，中小型存款类金融机构上调至18%。2011年4月21日大型存款类金融机构上调至20.5%，中小型存款类金融机构上调至18.5%。

2011年5月18日大型存款类金融机构上调至21%，中小型存款类金融机构上调至19%。2011年6月20日大型存款类金融机构上调至21.5%，中小型存款类金融机构上调至19.5%。

第二轮下调准备金：2011年12月5日大型存款类金融机构下调至21%，中小型存款类金融机构下调至19%。2012年2月24日大型存款类金融机构下调至20.5%，中小型存款类金融机构下调至18.5%。2012年5月18日大型存款类金融机构下调至20%，中小型存款类金融机构下调至18%，此后保证金率维持了将近3年。

2015年再次下调准备金率，累积下调四次。2015年2月5日大型存款类金融机构下调至19.5%，中小型存款类金融机构下调至17.5%。2015年4月20日大型存款类金融机构下调至18.5%，中小型存款类金融机构下调至16.5%。2015年4月20日大型存款类金融机构下调至18.5%，中小型存款类金融机构下调至16.5%。2015年9月6日大型存款类金融机构下调至18%，中小型存款类金融机构下调至16%，2015年10月24日大型存款类金融机构下调至17.5%，中小型存款类金融机构下调至15.5%。

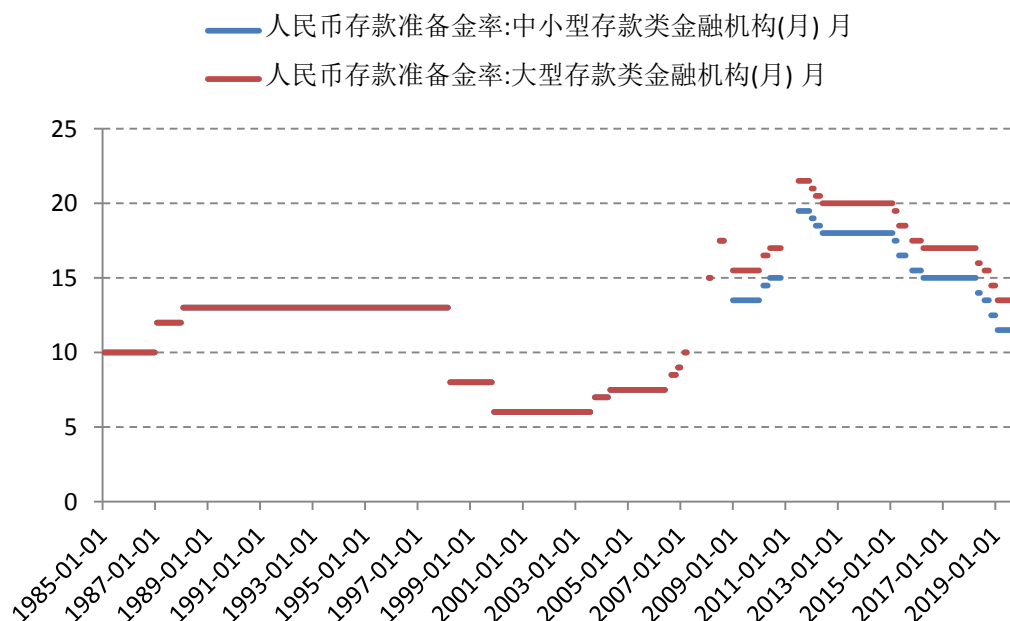
2016年3月1日大型存款类金融机构下调至17%，中小型存款类金融机构下调至15%。

2018年再度下调准备金，下调了三次准备金。2018年4月25日大型存款类金融机构下调至16%，中小型存款类金融机构下调至14%。2018年7月5日大型存款类金融机构下调至15.5%，中小型存款类金融机构下调至13.5%。2018年10月15日大型存款类金融机构下调至14.5%，中小型存款类金融机构下调至12.5%。

2019年初，连续下调准备金。2019年1月4日大型存款类金融机构下调至14%，中小型存款类金融机构下调至12%。2019年1月25日大型存款类金融机构下调至13.5%，中小型存款类金融机构下调至11.5%。2019年9月16日大型存款类金融机构下调至13%，中小型存款类金融机构下调至11%。

从2007年开始，中国降准呈现一种多频率小幅度调整的变化。前期中国降准均是小频率大幅度的调整。尤其是2011年之后，中国降准频率更加频繁。准备金从一个“固定的”银行系统防范的“功能”过度到“兼顾经济宏观调控的职能”，且被纳入一种“常规性的工具”。

图 1：存款准备金（降准日）

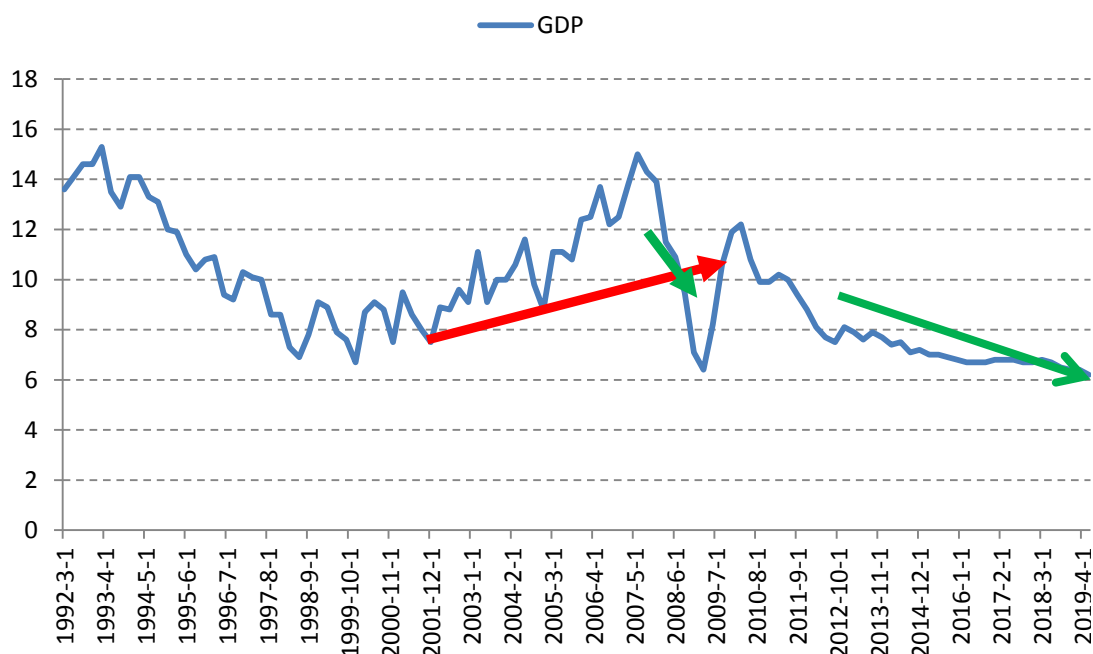


数据来源: wind 国信期货

二、降准与经济调控

从2011年之后,中国准备金率调整较为频繁,成为政府调控经济的一个重要手段。从2003年之后,存款准备金率处于上调周期,由于2008年美国发生金融危机,对中国GDP产生巨大影响,下半年开始下调准备金,中小型存款类金融机构2008年10月15日下调至16%,大型存款类金融机构准备金率并未跟随下调,维持在17.5%。2008年10月15日中小型存款类金融机构存款准备金率下调至16%,大型存款类金融机构下调至17%。2008年12月25日,中小型存款类金融机构下调至14%,大型存款类金融机构下调至15.5%。

图 2: GDP



数据来源: wind 国信期货

随着经济的稳定,2010年之后开始上调存款准备金率。在2011年之后,中国存款准备金率经历了漫长的下调周期。从GDP趋势来看,2011年至2012年GDP下降速度较快,2011年第一季度GDP为10.2%,2012年第一季度GDP下降到了8.1%,此后GDP略有波动。2013年之后,GDP数据呈现趋势性下跌,在2013年第一季度在7.9%,到了2014年第四季度下降到了7.2%。2015年迎来密集降准,一年5次下调准备金率。此时货币政策对GDP的推动效用显著弱化,即便较快频率的降准,GDP在2015年也是“维持水平”。从前两个季度的7%略微下滑到第四季度的6.8%。2018年降准三次,GDP依旧维持下滑的态势,2018年第一季度6.8%,到了第四季度下滑到了6.4%。中国政府工作将2019年的GDP调整区间下调,且在2019年1月份连续降准进行货币政策刺激经济,1月15日和25日两次下调准备金。第一季度GDP好于市场“预期”,2019年第一季度GDP为6.4%,与2018年第四季度一致。第二季度中国央行在“货币政策方面”不再积极投放,第二季度GDP快速跌到了6.2%。

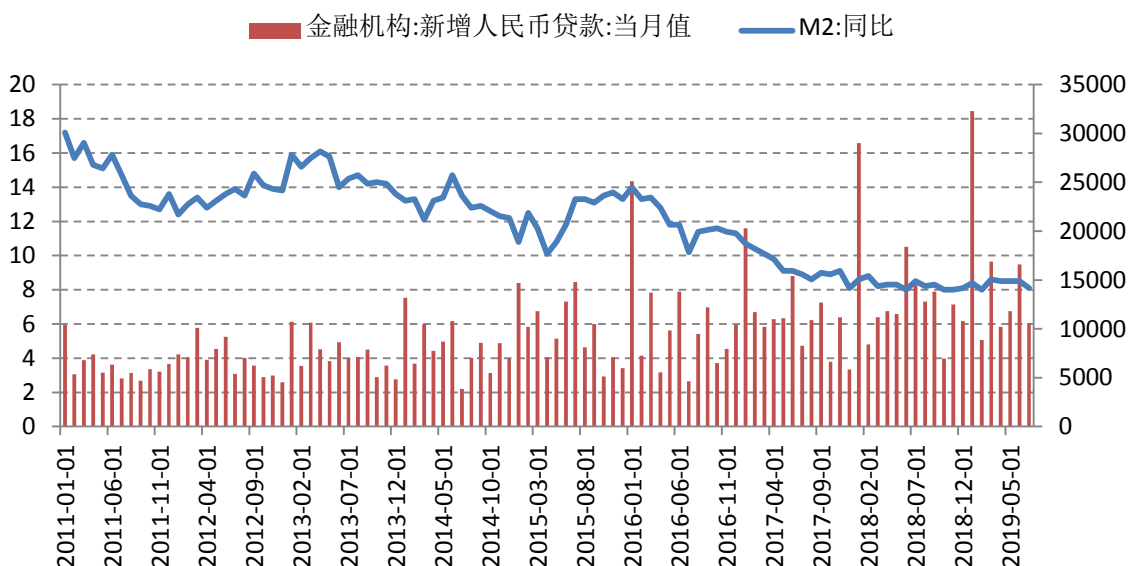
美中谈判在第一季度积极释放乐观态度，但是随着5月美国单方面公开宣布加税，双方再度陷入僵局。9月1日美中双方如约增加关税，经济压力再度增大。中国央行随后宣布降准。

从2011年以来，存款准备金率更多的承担了货币政策调控的工具的职能。让银行积极进行货币投放是央行降准的主要目的。降准成为调控经济的一种手段。

三、降准与货币投放

在央行进行降准的公告中，降准-释放长期资金-推动货币增长-支持实体经济，这样的循环逻辑中。2011年底央行开始转为降准周期，2011年12月5日降准0.5个百分点。2011年12月M2为13.6%，新增人民币贷款6405亿元。2012年1月份M2为12.4%，新增人民币贷款7381亿元，2012年2月份M2为13%，新增人民币贷款7107亿元。新增人民币贷款略有增加，基于中国新增人民币贷款在第一季度季节性增高。难以判定降准对新增人民币贷款的增加效用的显著性。

图 3: M2 与新增人民币贷款



数据来源: wind 国信期货

2015年累计进行四次降准，M2从2015年1月份的10.8%一直形波动性上涨，2015年12月M2已经上涨到了13.3%。从2016年开始，M2走出单边下行的趋势。2017年4月M2跌破10%，2017年12月M2跌破9%。2018年央行先后进行三次降准，但是整体上M2大部分居于8.5%之下，第四季度M2均接近8%，市场比较悲观。2019年1月份央行连续两次降准，M2快速返回到了8.4%，4、5、6连续三个月M2维持在8.5%，在7月份又快速下跌到了8.1%。央行在9月份进行降准。可见降准对货币的刺激在短期内仍然存在显著性。而货币政策“刺激经济”的触发点也有所显现。当M2出现快速下降之后，中国GDP有所下滑，往往意味着央行货币宽松措施的出台。2015年以来，中国降准更为频繁，一般上半年的降准措施对M2起到一定的短期作用，下半年的降准措施对M2的作用并不显著。

四、2015 年以来降准后股市表现

从2015年以来降准来看，十次降准公告日后，上涨次数与下跌次数相等。可以看出降准信息公告对股市的“影响”并不确定。一次性事件冲击对行情影响并不能体现出规律性。但是从事件的连续性来看，降准事件往往在前期推动股市上行，而当股市“当年价位高位时”，降准已经无法对价格产生正面影响。

2015年中国开启货币政策刺激经济的步骤，2月、4月连续公布降准。均对后面行情起到正面预期作用，2015年上半年也是中国股市的历史性活跃度顶峰，出现日成交高达2万亿的水平。货币刺激的股市随着泡沫的破裂，在8月、10月份份的降准，均对股市产生的影响可以“忽略不计”，从推动作用转变为“维持作用”。2018年的降准基本上无法改变股市整体下行的趋势。2019年1月份降准让市场预期到中国货币政策的改变，从而对股市形成正面激励作用。在9月份公布降准，股市今年已经大幅上涨，对市场后期也仅仅起到“维持的心理效应”。

表1：降准公告后一日表现

降准公告日	降准实施日	公告后一日
2015-02-04	2015-02-05	-1.18%
2015-04-19	2015-04-20	-1.64%
2015-08-25	2015-09-06	-1.27%
2015-10-23	2015-10-24	0.50%
2016-02-29	2016-03-01	0.44%
2018-04-17	2018-04-25	0.80%
2018-06-24	2018-07-05	-1.05%
2018-10-07	2018-10-15	-3.72%
2019-01-04	2019-01-15	0.72%
2019-09-06	2019-09-30	0.84%

数据来源：wind 国信期货

五、有望继续降准支持实体经济

从降准的规律来看，2005年前后，降准从一种金融“风险防范”工具转变为宏观调控的工具。2005年以前，降准的频率低，单次幅度大。2005年以后，降准的频率高，但是单次降准幅度较低。2015年以后，中国央行降准在功能主要在“宏观调控工具”，“风险防范”的功能弱化。

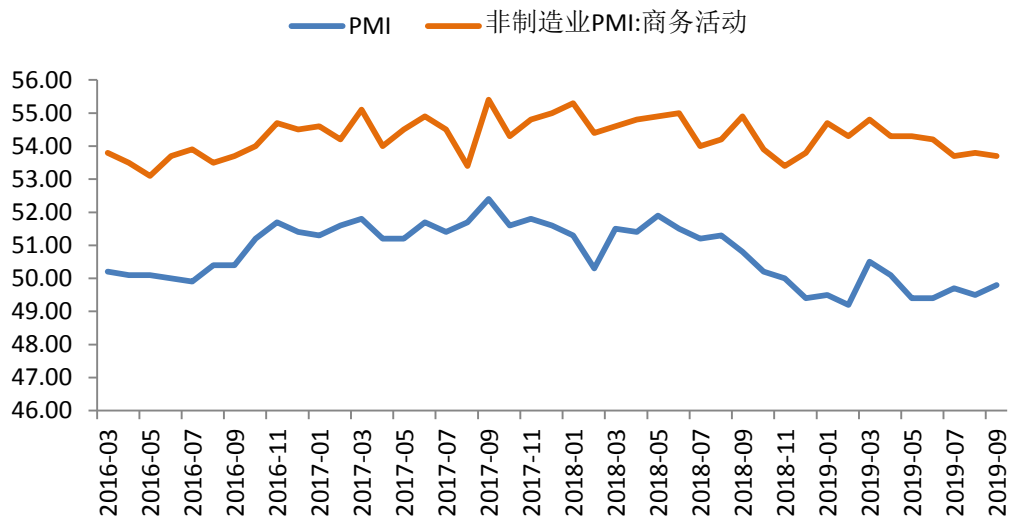
从经济先行指标来看，制造业PMI在下半年“小幅波动”，但是整体上处于50以下。2019年以来，出来3、4月份略高于50，其余月份均低于50，8、9月份分别为49.8、49.7，仍然低于50。表明制造业2019年整体上略有紧缩。经济结构的调整，非制造业一直处于50以上的扩张区间，但是从6月份之后，非制造业PMI开始略有下滑，6月份为54.2，7、8、9连续三个月均低于54。经济数据稳定中，略有偏低。

8月份工业增加值同比下降到了4.4%，前值为4.8%，显著的低于稳定的6%的水平。从企业性质来看，国有企业增速仍然保持稳定，但是波动也较为显著。4月份、6月份工业增加值同比高达6%，其余月份则处于4%的水平。私人企业与股份制企业的增速走势较为一致，在第一季度大幅增加，但是到第三季度，私人企业与股份制企业工业增加值均显著回落。外商及港澳台投资企业工业增加值从2018年开始就显著下行，2019年下半年，基本上维持在“小幅0以上的水平”，这在一定程度上与美国掀起的贸易摩擦有关。

第四季度经济面临一定的压力，尤其是美中谈判一波三折可能形成较大冲击，从方向上看，中国货币仍然是“扩张性货币政策”为主，降息降准仍是刺激经济的重要手段。从力度上看，货币政策“扩张”的

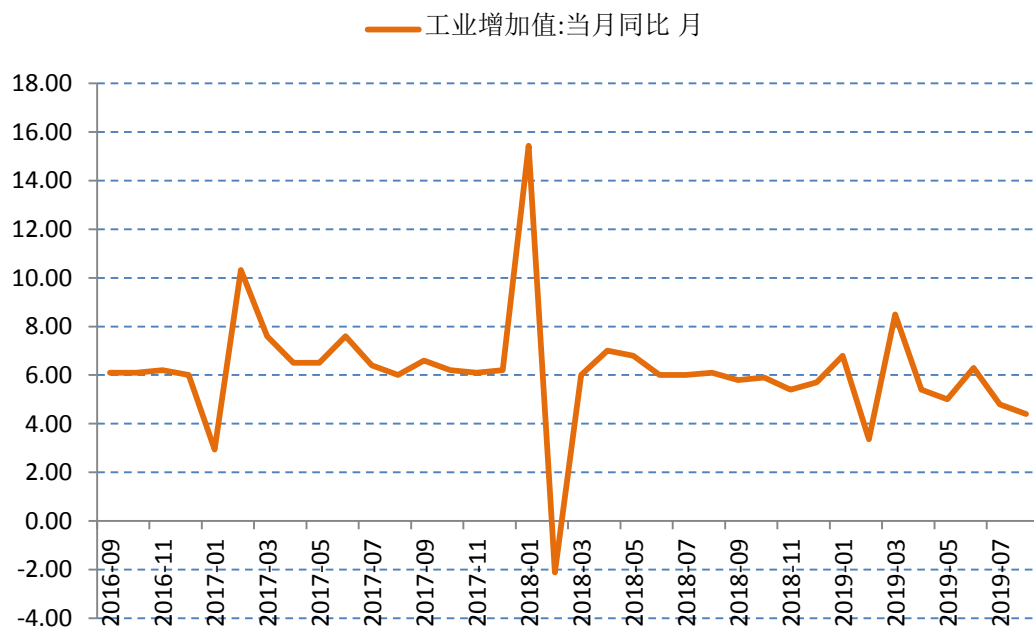
力度相对较弱，维持货币流动性充裕，央行在保持货币流动性稳定与“经济结构”方面做出平衡，尤其是防止以往扩张性货币政策积极流入房地产的道路。在这种平衡下，降准比“降息”具有更大的灵活性，更能平衡多重目标，通过降准提升银行的信贷能力，同时结构性政策调整信贷方向。

图 4: PMI



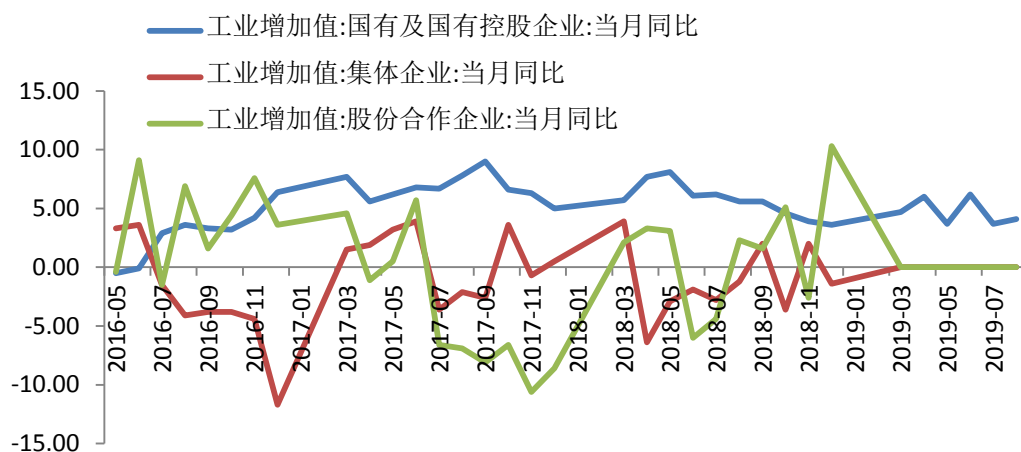
数据来源: wind 国信期货

图 5: 工业增加值



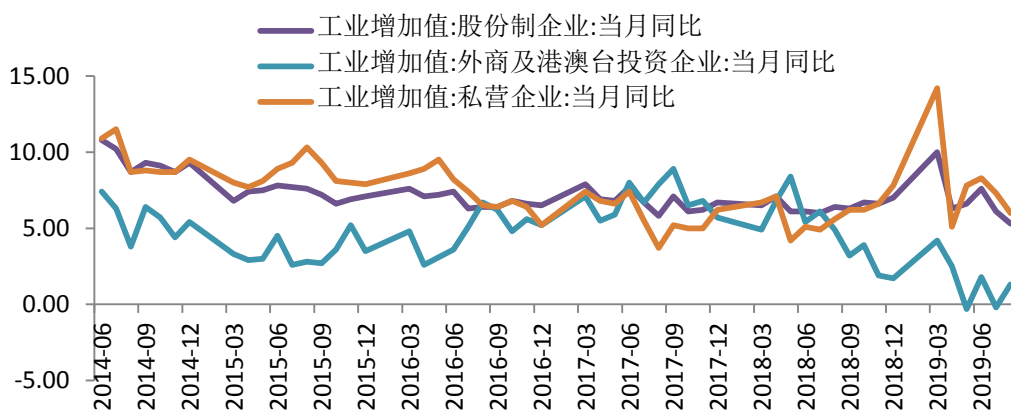
数据来源: wind 国信期货

图 6: 工业增加值



数据来源: wind 国信期货

图 7: 工业增加值



数据来源: wind 国信期货

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。