

## 光期宏观：降准落地，债市如何演绎？

### 摘要：

光大期货研究所

报告撰写人：朱金涛

从业资格号：F3060829

投资咨询号：Z0015271

参照以往国常会提出随后央行响应的惯例，以及国常会首次提出“适度”一词，此次央行宣布降准 0.25 个百分点符合市场预期。

此次降准的目的，一是呵护市场，稳定市场情绪；二是维持流动性合理充裕；三是促进综合融资成本稳中有降。

从每次降准的预告、官宣、正式实施三个时间节点来看，央行正式发出降准公告之后对债券市场的利好更加明显。对比长短端债券，降准对短端国债的利好明显好于长端国债。

结合降准对资金面的利好，以及房地产政策加码带来的宽信用预期强化，两方面因素将共同推动收益率曲线陡峭化。

期市有风险

入市需谨慎

## 一、央行全面降准 0.25 个百分点

2022 年 11 月 25 日，央行公告称：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，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（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。

### 1、国常会预告，央行快速响应

图表 1：历次国常会提及降准至央行公告时间间隔

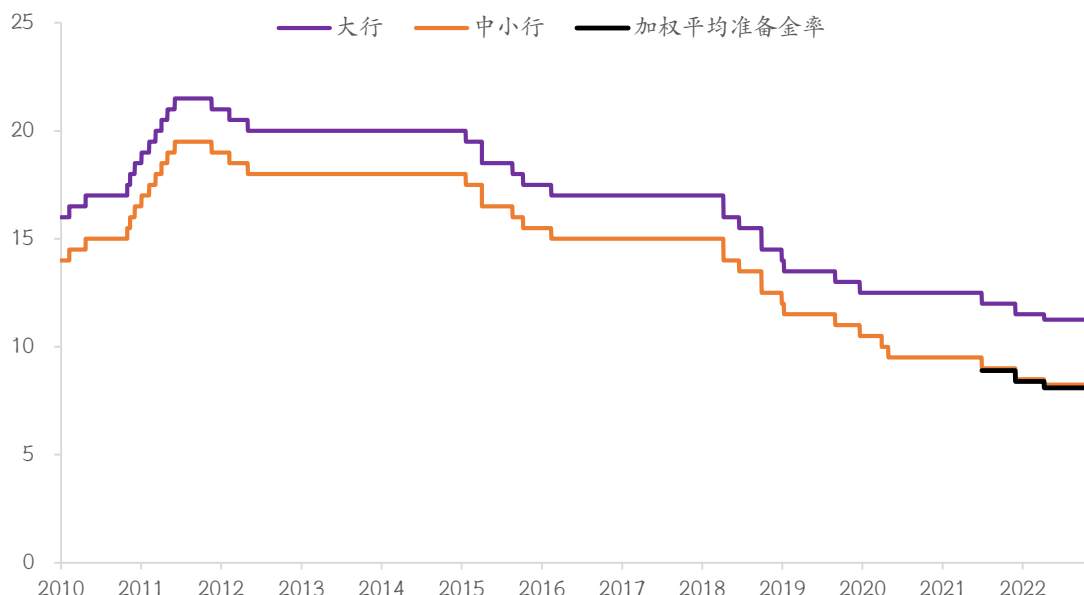
日期	提及降准	央行宣布降准日期	时间间隔	实施日期	降准性质	幅度
2022/11/23	国常会	2022/11/25	2	2022/12/5	全面	25BP
2022/4/13	国常会	2022/4/15	2	2022/4/25	全面	25BP
2021/12/3	总理会见IMF总裁	2021/12/6	3	2021/12/15	全面	50BP
2021/7/7	国常会	2021/7/9	2	2021/7/15	全面	50BP
2020/6/17	国常会	未降准	—	—	—	—
2020/3/31	国常会	2020/4/3	3	2021/4/15 2021/5/15	定向	100BP
2020/3/10	国常会	2020/3/13	3	2020/3/16	定向+额外	50-100BP
2019/12/23	总理成都考察	2020/1/1	9	2020/1/6	全面	50BP
2019/9/4	国常会	2019/9/6	2	2019/9/16 2019/10/15 2019/11/15	全面+额外	50BP
2019/4/17	国常会	2019/5/6	19	2019/5/15	定向	
2018/12/24	国常会	2019/1/4	11	2019/1/15 2019/1/25	全面	100BP
2018/9/26	国务院文件	2018/10/7	11	2018/10/15	定向	100BP
2018/6/20	国常会	2018/6/24	4	2018/7/5	全面	50BP
2018/4/12	国务院文件	2018/4/17	5	2018/4/25	全面	100BP
2017/9/27	国常会	2017/9/30	3	2018/1/1	定向	50BP

资料来源：中国政府网、央行官网、光大期货研究所整理

目前央行降准已经形成国常会“预告”，随后央行响应的模式。回顾 2020 年以来的降准，在国常会或总理在重要会议提及降准后，央行均在 3 日内正式发出降准公告。11 月 23 日，国常会提到“适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”。央行快速响应，于 11 月 25 日宣布全面降准 0.25 个百分点。

## 2、国常会首提“适度”一词，降准 0.25%符合预期

图表 2：法定存款准备金率（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

国常会首次提及“适度”一词，并且在今年 4 月份有过降准 0.25 个百分点的先例，因此此次降准 0.25 个百分点复合市场预期。

本次下调后，大型存款类金融机构法定存款准备金率下降至 11%，中小型存款类金融机构法定存款准备金率下降至 8%，金融机构加权平均存款准备金率由此前的 8.1% 降至约 7.8%。

## 二、此次降准的目的

### 1、维稳市场情绪

图表 3：10 年期国债收益率（单位：%）



资料来源：Wind、光大期货研究所

图表 4：10 年期国债期货主力合约（单位：元）



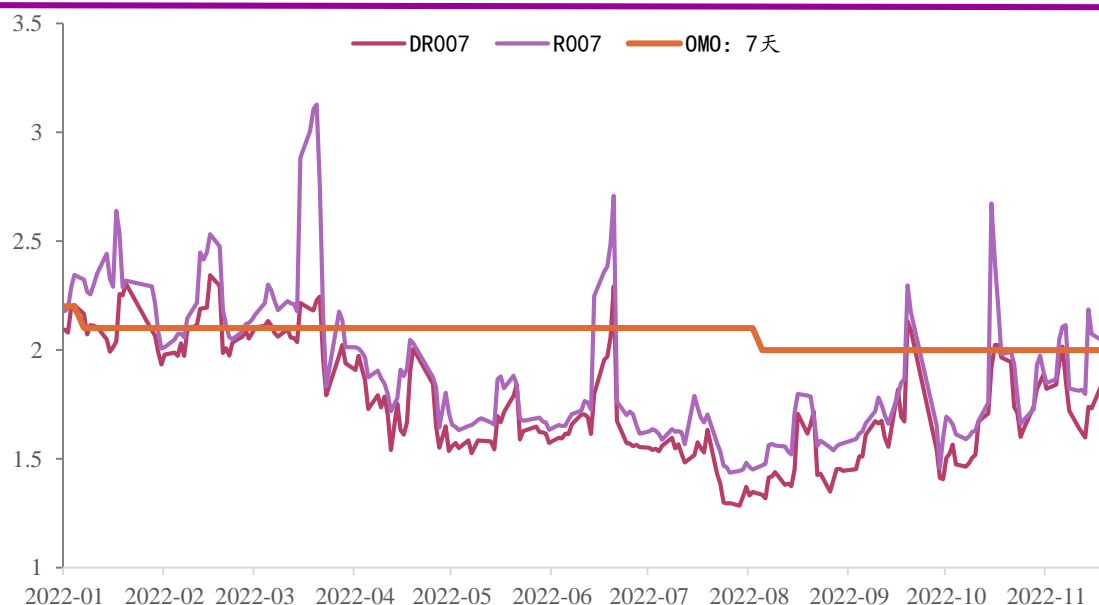
资料来源：Wind、光大期货研究所

11月中旬起，债券市场波动加剧。直接原因是资金面收紧以及市场对经济好转预期强化。债券市场的快速下跌，导致一部分理财产品跌破净值，又带来很大的赎回压力，反过来又推动债券行情进一步下跌。

面对此次短期扰动，央行的做法与2020年11月有相似之处。当时由于“永煤”事件给信用债市场带来冲击，整个货币市场和债券市场随之波动，央行在2020年11月30日额外投放2000亿元MLF以稳定市场。考虑到近期债券市场波动较大，央行通过降准来呵护市场，避免债券市场波动对实体经济带来影响。

## 2、保持流动性合理充裕

图表5：资金利率走势（单位：%）

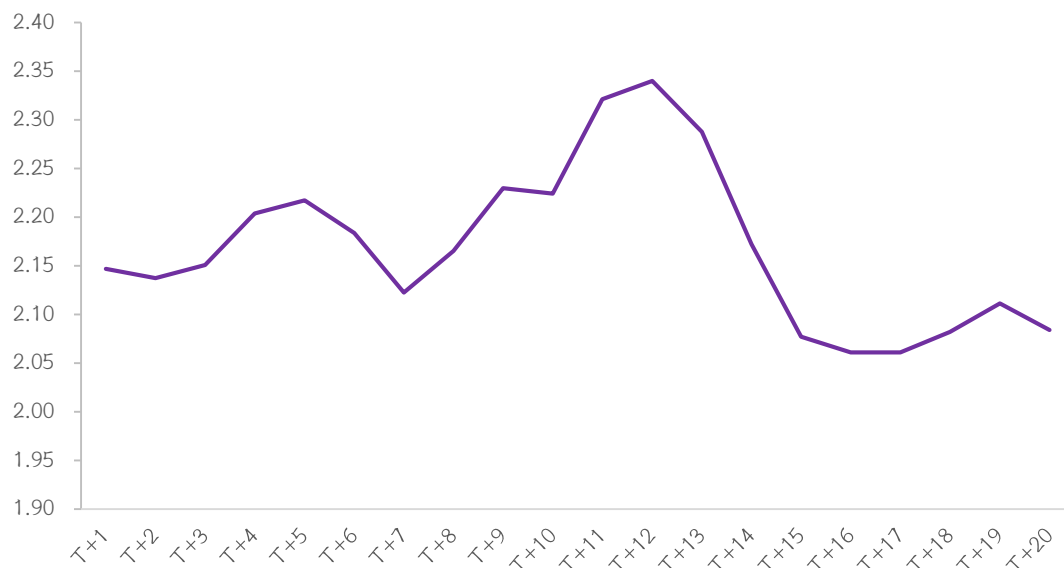


资料来源：Wind、光大期货研究所

10月份以来，资金利率重心明显上移。以DR007为例，9-11月DR007月均值依次为1.6%、1.65%、1.77%，持续向政策利率靠拢。能够发现10月份以来，央行愈加频繁的通过逆回购投放来缓解资金紧张局面。

此次降准释放长期资金5000亿元，有助于维持流动性合理充裕。央行在三季度货币政策执行报告提出为巩固回稳向上态势，做好年末经济工作提供适宜的流动性环境。通过降准提供长期资金，能更有效缓解资金压力。在降准带来增量中长期资金的助力下，预计跨年前资金面重回宽松。

图表 6: 过往 10 次降准实施后 DR007 平均走势 (单位: %)

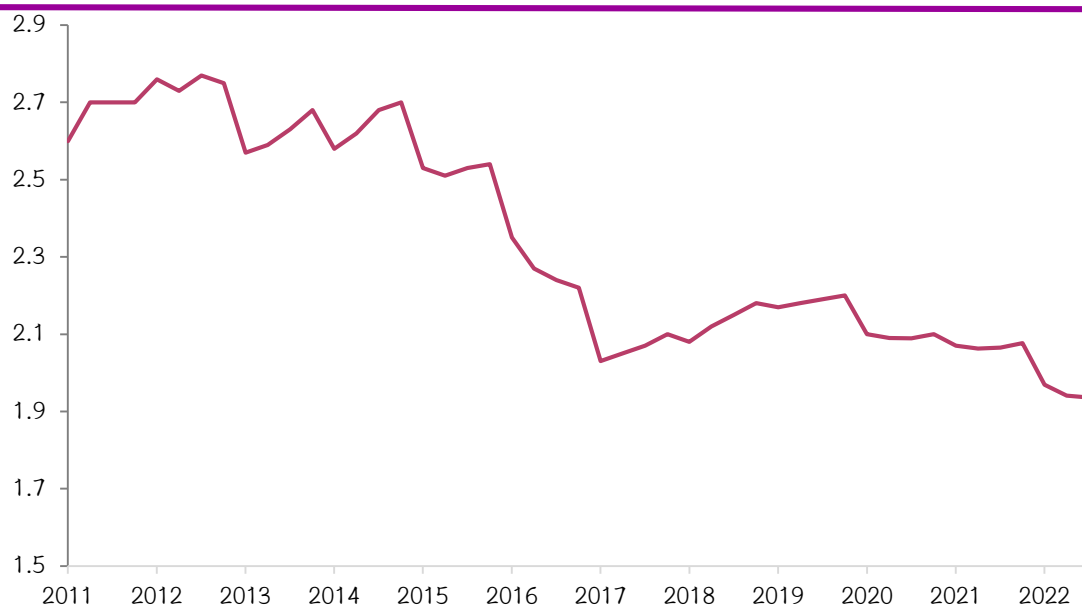


资料来源: Wind、光大期货研究所

通过降准释放长期资金,对流动性的补充较为直接。从过去 10 次降准实施以后的资金利率来看,在降准后 20 个交易日,DR007 利率平均下行 8BP。

### 3、促进综合融资成本稳中有降

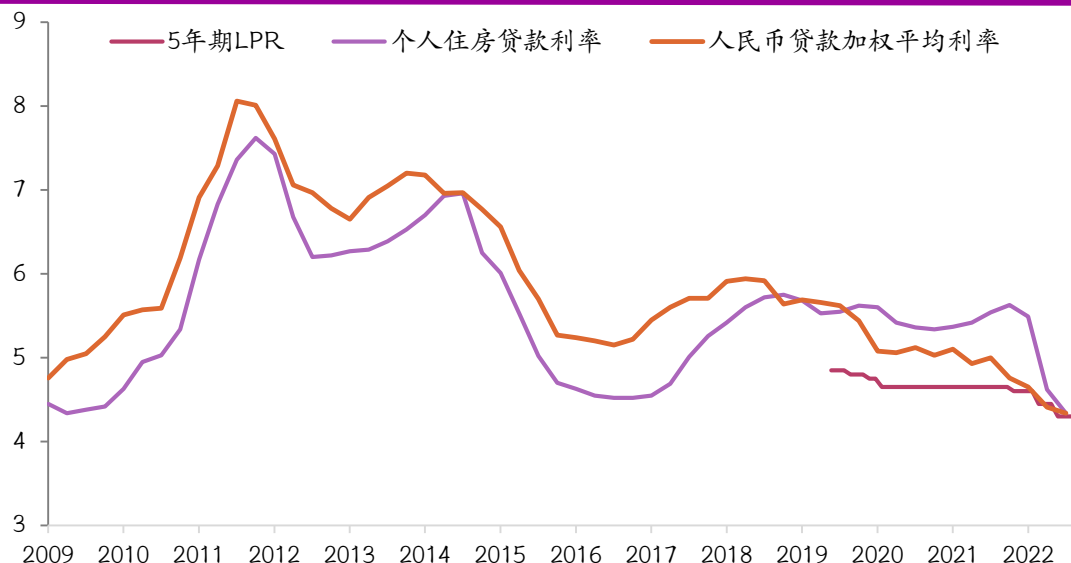
图表 7: 商业银行净息差 (单位: %)



资料来源: Wind、光大期货研究所

除了保持流动性充裕，此次降准的另外一个目的是促进综合融资成本稳中有降。在实体融资成本持续下降的情况下，截止3季度末商业银行的净息差降至1.94%，较去年末下降12BP。此次降准降低金融机构资金成本每年约56亿元，通过金融机构降成本的传导，可促进实体经济综合融资成本继续压降。

图表8：贷款利率（单位：%）



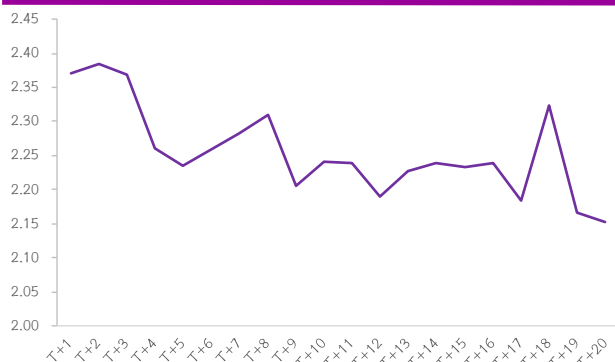
资料来源：Wind、光大期货研究所

当前稳增长的诉求依然很强，通过降准的方式，叠加9月以来以来商业银行启动新一轮存款利率下调，12月5年期LPR下调概率增加。

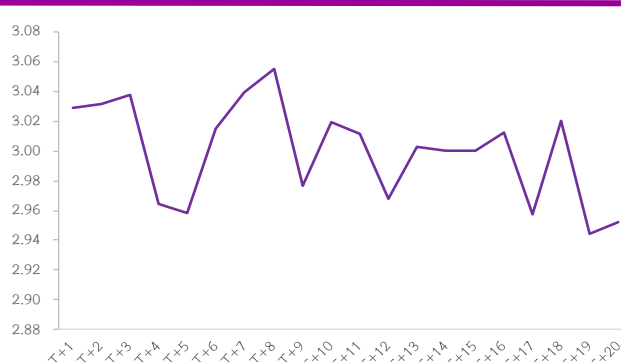
### 三、降准对短端债券利好更加确定

#### 1、降准利好债券市场

图表9:降准预告后1年期国债收益率平均变动 图表10:降准预告后10年期国债收益率平均变动



资料来源：Wind、光大期货研究所



资料来源：Wind、光大期货研究所

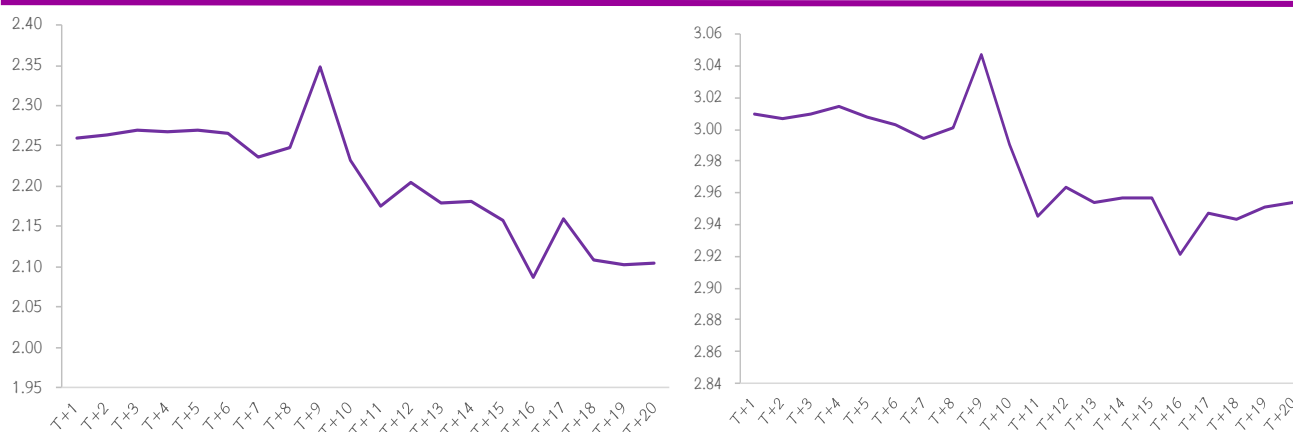
图表 11:降准官宣后 1 年期国债收益率平均变动 图表 12:降准官宣后 10 年期国债收益率平均变动



资料来源: Wind、光大期货研究所

资料来源: Wind、光大期货研究所

图表 13:降准实施后 1 年期国债收益率平均变动 图表 14:降准实施后 10 年期国债收益率平均变动



资料来源: Wind、光大期货研究所

资料来源: Wind、光大期货研究所

降准能够直接缓解资金压力,对债券市场形成利好。从过去 10 次降准之后的表现来看,1 年期国债和 10 年期国债收益率整体呈现下行趋势。

从每次降准的预告、官宣、正式实施三个时间节点来看,央行正式发出降准公告之后对债券市场的利好更加明显。长短端债券对比来看,由于短端债券受到资金面影响更大,而长端债券更多反映未来经济预期,降准对 1 年期国债的利好作用明显大于 10 年期国债。从过去 10 次降准后债券表现来看,降准正式宣布 20 个交易日之后,1 年期国债收益率平均下行 21BP,而 10 年期国债收益率平均下行仅 8BP。

## 2、宽信用预期强化推动长端收益率上行

图表 15：近期地产支持政策

发布时间	政策内容
11月1日	交易商协会、房地产业协会联合中债信用增进投资股份有限公司，召集21家民营房企召开座谈会，介绍中债增进公司增信支持民营房企发债融资工作的相关进展。有参会企业表示，座谈会明确中债增进公司将继续加大对民营房企发债的支持力度，目前正在推进十余家房企的增信发债，涉及金额约200亿元。
11月8日	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。
11月11日	央行和银保监会联合发布《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》。包括保持房地产融资平稳有序，稳定建筑企业信贷投放，支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期。积极做好“保交楼”金融服务，支持有关银行新增配套融资支持等。
11月21日	在前期推出的‘保交楼’专项借款的基础上，人民银行将面向6家商业银行推出2000亿元‘保交楼’贷款支持计划，为商业银行提供零成本资金，以鼓励其支持‘保交楼’工作。”
11月28日	证监会宣布在股权融资方面调整优化5项措施支持房地产市场平稳健康发展。证监会明确了在支持房地产企业股权融资方面的具体政策措施，包括恢复涉房上市公司并购重组及配套融资，恢复上市房企和涉房上市公司再融资，调整完善房地产企业境外市场上市政策，进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用，积极发挥私募股权投资基金作用。

资料来源：Wind、光大期货研究所

在资金面宽松以及宽信用进程的反复中，今年债券市场整体呈现震荡上行走势，延续了2021年3月份以来的牛市。此次降准释放了宏观政策向稳增长方向加力的信号，并且央行重提更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，对流动性的利好较为确定，市场对于流动性收紧的担忧明显降温。但是在近期一系列关于房地产政策出台情况下，市场对于房地产企稳的企待增强，宽信用预期明显升温，导致降准正式宣布以后债券市场走势仍偏弱。

结合降准对资金面的利好，以及房地产政策加码带来的宽信用预期强化，两方面因素将共同推动收益率曲线陡峭化。

#### 四、总结

结合之前国常会提出随后央行响应的惯例，以及国常会首次提出“适度”一词，此次降准 0.25 个百分点符合市场预期。

此次降准的目的，一是呵护市场，稳定市场情绪；二是维持流动性合理充裕；三是促进综合融资成本稳中有降。

从每次降准的预告、官宣、正式实施三个时间节点来看，央行正式发出降准公告之后对债券市场的利好更加明显。对比长短端债券，降准对短端国债的利好明显好于长端国债。

结合降准对资金面的利好，以及房地产政策加码带来的宽信用预期强化，两方面因素将共同推动收益率曲线陡峭化。

### 研究员简介：

朱金涛，现任光大期货研究所国债分析师，吉林大学经济学硕士。从业资格号：F3060829；投资咨询号：Z0015271。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。