

兰瑞智库战略决策研究



兰瑞智库

**R**unwaysys

2022年11月28日 星期一

**政策观察**

*Policy to observe*

主办：兰瑞智库经济战略研究中心

网址：<http://www.runwaysys.com>

全国客服热线：4001182162

E-mail：[runwaysys@163.com](mailto:runwaysys@163.com)

欢迎关注

兰瑞智库

官方微信平台

(RUNWAYSYS888)



## 目 录

【时隔 25 年，票据新规落地】 .....	2
一、票据新规落地	
二、票据法律法规框架	
三、《办法》核心变化解读	
四、政策影响	
【年内第二次降准来了，还剩多少空间？】 .....	16
一、央行宣布全面降准	
二、降准的原因	
三、影响	
四、未来货币政策走向	

## 【时隔 25 年，票据新规落地】

### 目录

- 一、票据新规落地
- 二、票据法律法规框架
- 三、《办法》核心变化解读
- 四、政策影响

### 正文

#### 一、票据新规落地

为规范商业汇票承兑、贴现与再贴现业务，促进票据市场健康发展，近日，人民银行、银保监会联合修订发布了《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》（以下简称《办法》）。距离征求意见稿发布近 10 个月，相关内容有所调整，但整体票据监管趋严的总基调没有变化。

该《办法》自 2023 年 1 月 1 日起施行，在《办法》发布的同一天，上海票据交易所也发布了《商业汇票信息披露操作细则》以配套施行。

与 1997 年的《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理暂行办法》相比，此次《办法》是时隔 25 年后的首次全面修订，并在名称上将旧版“暂行”二字去掉，被

业内称为“票据新规”。

自从暂行办法实施以来，票据业务得到了飞速发展，信贷结构得到了优化，实体经济得到了切实支持，企业资金周转问题得到了有效解决。

2022年7月份，票交所发布了《2021中国票据市场发展报告》。这份报告数据表明，2021年，票据市场业务总量167.32万亿元，同比增长12.87%。

在疫情影响下，这个量是非常大的，要知道，2021年社会融资总规模才314.13万亿元，对实体经济发放的人民币贷款余额只有191.54万亿元，可见票据市场发展势头是多么的凶猛。

可以说，票据业务对于实体经济发展，促进产业链循环，解决小微企业融资问题起了关键性的作用。

从融资企业来说，一些企业通过虚假的贸易背景出票，通过贴现资金回流到出票人手上。还有一些企业拉长账期，增加了中小微企业占款压力。

从银行来说，包括银行、财务公司在内的金融机构，盲目扩大票据承兑规模，自身流动性管理和资产负债管理能力面临着巨大风险。

本次票据新规，正是在这样的背景下出台的。

人民银行、银保监会此次修订形成的《办法》，遵循市场化、法治化原则，着力完善票据市场信用管理框架和市场化约束机制，强化参与主体行为规范，明确监督管理和法律责任，进一步促进票据市场规范健康发展。

《办法》共八章四十二条，包括总则、承兑、贴现和再贴现、风险控制、信息披露、监督管理、法律责任和附则。主要修订体现在以下方面：明确相关票据性质与分类；强调真实交易关系；强化信息披露及信用约束机制；加强风险控制。

## 二、票据法律法规框架

1997年发布的《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》)可以说是票据业务的基础,是票据基础业务的“大法”。票据市场的多年的热点问题,多数与这个办法有关:真实贸易背景问题、银行虚增存款问题、票据中介问题、电票纠纷裁判适用问题、商票风险问题等等,可以说都与此办法有关,而不是《票据法》。

1995年颁布的《中华人民共和国票据法》(以下简称《票据法》),只是规定票据种类、形式和内容,明确票据行为中票据当事人的权利义务,调整因票据而发生的各种社会关系法律规范。

2016年《票据交易管理办法》主要是为将票据交易集中在票交所而颁布,从此票据交易发生了根本性的变化,集中登记托管。

2022年1月14日,《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法(征求意见稿)》出炉,拟加强票据承兑和贴现资质管理,建立完善信用约束和风险控制机制,保护中小企业权益,对多年的热点问题一并呼应或解决,以此促进票据市场规范发展。

2022年11月18日,4号令《商业汇票承兑、贴现与再贴现管理办法》正式落地

## 三、《办法》核心变化解读

## 1、细化承兑汇票概念，明确银行承兑汇票、财务公司承兑汇票以及商业承兑汇票概念

承兑汇票在过往划分中，主要分为银行承兑汇票和商业承兑汇票，而本次新规中，将商业承兑汇票概念进一步细分，明确了财务公司承兑汇票，即企业集团财务公司承兑的商业汇票。其中财务公司承兑汇票承兑人应在中华人民共和国境内依法设立，具有银保监会或其派出机构颁发的金融许可证，且业务范围包含票据承兑。

同时就财务公司承兑人开展承兑业务提出了更为明确的要求，如开展承兑业务时严格审查出票人的真实交易关系和债权债务关系以及承兑风险，出票人应当具有良好资信。承兑的金额应当与真实交易关系和债权债务关系、承兑申请人的偿付能力相匹配。再比如要求财务公司参照银行要求，对承兑的担保品要严格管理，保证金账户需单独设置，不得挪用等等。并且本次新规中提出将财务公司承兑业务一并纳入存款类金融机构统一授信管理和风险管理框架。

因此，对于通过企业集团财务公司开展承兑业务的公司来说，未来财务公司承兑业务是比照着银行承兑汇票的监管要求，这将对自身承兑业务管理的规范性、专业性提出更高要求，也将面临更大的监管压力。

## 2、确立供应链票据属于电子商业汇票的法律地位

2020年4月24日，上海票据交易所发布《上海票据交易所关于供应链票据平台试运行有关事项的通知》〔票交所发【2020】58号〕，供应链票据平台成功上线试运行；同日，相关试点单位签发了全国首张供应链票据，供应链票据正式诞生。供应链票据作为传统商业汇票与供应链金融相结合的金融创新成果和模式，有其自身的优势和积极意义，在丰富票据市场、拓宽融资渠道、服务实体经济发展、支持中小企业纾困、促进商业信用体系完善等方面起到一定作用。但是，供应链票据作为新生事物，其定性、规制等均不完善。《办法》明确规定供应链票据为电子商业汇票，以部门规章的形式赋予供应链票据准确的法律地位，当然，也使供应链票据纳入电子商业汇票的监管范围，为供应链票据、供应链金融的健康、良性发展打下制度基础。

### 3、票据最长期限缩短为6个月

我国商业汇票最长期限经历了一个动态变化过程。据1997年中国人民银行发布的《支付结算办法》，商业汇票最长期限为6个月，但这一般用于纸质票据。2009年，为推动票据由纸质商业汇票向电子商业汇票过渡，相关管理办法将电子商业汇票最长期限定为1年。

《办法》（征求意见稿）曾于今年1月14日至2月14日面向全社会公开征求意见，人民银行11月18日对此前征求到的集中意见进行了反馈，其中，有意见建议“保留商业汇票最长付款期限1年，或部分品种保留最长付款期限1年”。对此，人民银行回应表示并未予以采纳，原因在于商业汇票最长付款期限由1年

调整至 6 个月，部分不合理拉长账期的票据将退出市场，有利于减轻中小微企业占款压力，维护公平交易关系，优化营商环境。

2020 年 5 月 26 日召开的国务院常务会议就提出，研究将商业汇票承兑期限由 1 年缩短至 6 个月。此次《办法》在第二十五条中明确规定“商业汇票的付款期限应当与真实交易的履行期限相匹配，自出票日起至到期日止，最长不得超过 6 个月”事实上落实了国务院常务会议的要求。

这对中小企业无疑是较大利好，但取消票据或缩短票据期限不是解决中小企业账款的关键，应该用行业监管来控制。原因一是市场化的供应链中，强势企业仍然会强势，即使账面上有大量的现金，仍有可能拖延中小企业账款；二是供应链中大多数所谓强势企业也不可能永远有现金，链条上的每个企业应收应付账款存在是必然的。如果没有票据或票据期限超短，是难以真正盘活应收应付款的，最终可能还是增加了中小企业应收账款的变现难度。

#### 4、对承兑人和贴现人提升资质和监管要求

《办法》对承兑、贴现提出相应的资质和监管要求，如承兑人应具备到期付款能力，持票人申请贴现应具有真实交易关系等。

第一，对承兑人和贴现人提出资质要求，

《办法》对银票（含银行和农信社）、财务公司承兑汇票（含财务公司及所属集团）以及商票的承兑人和贴现人提出了一系列要求。其中有一条是明确的，即承兑人和贴现人最近二年内不得发生票据持续预期或未按规定披露信息的行

为，且贴现人应具有贷款业务资质。

第二，强化商业汇票相关系统和票据市场基础设施的地位。

《办法》明确，电子商业汇票的出票、承兑、贴现、贴现前的背书、质押、保证、提示付款和追索等业务以及贴现撮合交易，应通过央行认可的票据市场基础设施办理。

第三，持牌监管：重申票据经纪机构应为金融机构，贴现为特许经营业务。

(1) 票据经纪机构应为金融机构、票据经纪业务（仅限撮合）与自营业务严格隔离。实际上 2020 年 6 月发布的《标准化票据管理办法》便已明确票据经纪机构为金融机构。

(2) 未经许可或违反规定，擅自从事票据贴现的，按《防范和处置非法集资条例》有关规定进行处置。

(3) 贴现属于国家特许经营业务，需由具备贷款业务资质的机构办理。实际上，2019 年 11 月发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》对票据业务便明确以下几点：

第一，贴现行的负责人或者有权从事该业务的工作人员与贴现申请人合谋，伪造贴现申请人与其前手之间具有真实的商品交易关系的合同、增值税发票等材料申请贴现，贴现行不享有票据权利。

第二，票据贴现属于国家特许经营业务，合法持票人向不具有法定贴现资质的当事人进行“贴现”的，该行为应当认定无效。

第三，人民法院在案件审理过程中，发现不具有法定资质的当事人以“贴现”为业的，因该行为涉嫌犯罪，应当将有关材料移送公安机关。

## 5、强调票据真实交易关系

1997年的《暂行办法》表述是“真实的商品交易关系”，《办法》征求意见稿的表述是“真实交易关系”，《办法》正式稿的表述改为“真实交易关系和债权债务关系”，与《票据法》中的表述保持一致。

同时，《办法》规定银行、农村信用合作社、财务公司应承担承兑和贴现两个环节审核真实交易关系的责任，开展承兑业务时，应当严格审查出票人的真实交易关系和债权债务关系；当持票人申请贴现，应审查其与出票人或前手之间的真实交易关系和债权债务关系。

同时，《办法》明确了对违反这一规定的金融机构和相关人员的处罚方式。金融机构为不具有真实交易关系和债权债务关系的出票人、持票人办理商业汇票承兑、贴现的，由银保监会及其派出机构根据不同情形依法采取暂停其票据业务等监管措施或者实施行政处罚；对直接负责的董事、高级管理人员和其他直接责任人员，依法追究相关责任。

总体来看，《办法》是对近几年票据贸易背景真实性监管思路的总结与继承，强调真实交易关系和债权债务关系，加强交易背景审核。

于此同时，《办法》第四条规定：“承兑是指付款人承诺在商业汇票到期日无条件支付汇票金额的票据行为”，新增“无条件”三个字，强调了票据的无因性原则。交易背景真实性限定了票据的使用场景有利于降低风险，无因性保障了票据的流通性，两者之间需要找到一个平衡点。

## 6、明确承兑和保证金比例控制

加强风险控制，是此次《办法》令市场关注较多的又一个焦点。此次《办法》“第二十四条”对银行和财务公司的承兑汇票和保证金占比进行了约束，要求分别不超过承兑人总资产的15%和吸收存款规模的10%。

这两条线，实际上是监管从整个行业防范风险的角度考虑，对于个别过度依靠票据资产以及票据业务所派生的存款的金融机构进行规范限制。承兑对于银行和财务公司而言是表外业务，过去曾经爆发过因过渡承兑无法到期按时解付，导致风险蔓延的例子。

有着“企业内部银行”之称的财务公司，属于非银金融机构，主要吸收集团成员存款、办理贷款和资金结算等业务，而此前，其开具的承兑汇票也被称为“银票”。但近年来，财务公司因票据业务违规行为而受到处罚的案例不在少数。

被市场提及较多的案例是宝塔石化集团财务公司案件。宝塔石化集团曾是西北“明星级”民营企业，在2016年至2018年过度依赖旗下财务公司进行票据融资，导致应付票据爆发式增长，最后陷入百亿债务压顶而“爆雷”，使其创始人从宁夏“首富”沦为“阶下囚”，结局令市场唏嘘。

对于银行而言，上述两条考核指标，主要针对的是部分银行盲目利用承兑保证金来作为吸收存款的主要手段，防范银行承兑汇票到期兑付后负债端存款骤降，而资产端贷款尚未收回所引发的流动性风险。

为应对监管考核指标压力，很多商业银行在半年末、年末等考核时点，大量

开银票以吸收承兑保证金来增加存款以满足存贷比例考核要求，这样的操作已是常态。

但是，这些承兑汇票保证金与普通存款不同，开具的银票都有到期之日，比如会在半年、一年等节点集中到期的。而一旦到了集中兑付期，银行此前集中吸收的承兑汇票保证金存款，会随着银票兑付出现“悬崖式”下跌。而这一时期放出去的贷款不可能在同一时点上收回，将引发银行流动性风险。

值得注意的是，“两条线”自2024年1月1日起实施，给予了一些在“两条线”上下浮动的一些个别小银行和财务公司一个过渡期，它们有一年的时间来作业务调整和准备。

## 7、引入票据经纪条款

另外，新规引入了票据经纪条款，尽管只用了短短两条，却关切了票据市场的特性，官方承认了贴现的撮合业务。

从内容上看，对票据经纪的要求就是上海票据交易所“贴现通”对票据经纪的要求。未来票据一级市场、二级市场平台的科技化数字化不断发展和融合，票据贴现撮合的需求会越来越大，越来越多的金融机构会进入票据经纪市场，为未来打开想象的空间。

## 8、企业参与主体范围细化

《办法》对不同类型业务参与主体范围进行了细化，主要体现在：

(1) 银行承兑汇票承兑人应在中华人民共和国境内依法设立，具有银保监会或其派出机构颁发的金融许可证，且业务范围包含票据承兑。

银票承兑人可以是银行和农村信用合作社，银行主要包括政策性开发性银行、商业银行和农村合作银行。

(2) 财务公司承兑汇票承兑人应在中华人民共和国境内依法设立，具有银保监会或其派出机构颁发的金融许可证，且业务范围包含票据承兑。顾名思义，财票的承兑人只能是财务公司。

(3) 商业承兑汇票承兑人应为在中华人民共和国境内依法设立的法人及其分支机构和非法人组织。

非法人组织包括个人独资企业、合伙企业、不具有法人资格的专业服务机构等，个体工商户并不属于非法人组织。

(4) 商业汇票的贴现人应为在中华人民共和国境内依法设立的、具有贷款业务资质的法人及其分支机构。

贴现业务属于特许经营业务，需要有贷款业务资质，注意这里并没有限定为银行、农村信用合作社和财务公司。

(5) 申请贴现的商业汇票持票人应为自然人、在中华人民共和国境内依法设立的法人及其分支机构和非法人组织。

推测这里自然人应该主要是指个体工商户，目前个体工商户实际上也可以办理票据贴现，未来会不会进一步扩大至个人，暂未可知。

## 四、政策影响

### 1、上市行整改压力较小，新规影响较小

新规对商业汇票承兑、贴现业务影响较小。新规规定，“银行承兑汇票和财务公司承兑汇票的最高承兑余额不得超过该承兑人总资产的 15%。银行承兑汇票和财务公司承兑汇票保证金余额不得超过该承兑人吸收存款规模的 10%。”该规定意在规范票据业务发展，减少乱象，防范极少数银行及财务公司大肆开立承兑汇票，新规对票据业务发展影响较小。

上市行的最高承兑余额整改压力较小。截至 2022 年 6 月底，A 股 42 家上市银行银行承兑汇票合计余额 10.24 万亿元，仅为资产规模的 4.2%，远低于 15% 的上限要求。

根据今年上半年各家上市银行披露数据，仅有浙商银行目前承兑汇票比重超 15%，为 16.4%。不过，这仅是根据该行中报数据简单测算，或与实际监管指标有一定出入。

具体分银行类型看，国有大行承兑汇票占总资产比重均较低（除交通银行比例为 3.6%，其余国有大行均不足 2%）；股份行中，兴业银行（10.2%）、光大银行（11.9%）、华夏银行（12.3%）、平安银行（14.5%）、浙商银行（16.4%）相对较高；城农商行差异较大，齐鲁银行（14.2%）、宁波银行（13.8%）、郑州银行（13.7%）等占比较高。

就银行承兑汇票保证金余额不得超过该承兑人吸收存款规模的 10% 而言，根

据最新披露承兑汇票保证金存款的上市银行数据，截至今年6月末，所有上市银行承兑汇票保证金规模均在存款的10%以下。

其中，华夏银行（9.3%）、郑州银行（8.7%）、中信银行（5.9%）、张家港行（5.2%）占比相对较高，在5%以上，其余各家均在5%以下，国有大行中，建行、农行占比不足1%，风险压力并不大。

票据业务本身是服务实体业务的重要手段，并非“越低越好”，各家银行只需满足监管要求、根据自身业务需要进行展业即可，预计大多数银行不会有压降压力。

从票据业务对银行的贡献来看，主要包括三方面，一是票据保证金贡献存款；二是票据承兑业务手续费（约为万分之五）；三是票据贴现作为贷款占用额度、获取利息收益。考虑到绝大多数上市银行满足相关要求且手续费贡献可以忽略不计，新规对银行直接收入影响较小，但可能影响部分银行吸收保证金存款。

## 2、企业集团财务公司开展承兑业务面临强监管影响，相关业务规模存在下降风险

本次新规中将财务公司承兑汇票进行特别列明，而且在相关监管规定中，可以明显看出，监管部门对财务公司是严格比照银行金融机构的要求进行监管的，同时又新增了最高承兑余额和保证金余额的上限控制，也就意味着财务公司开展承兑业务的灵活性大幅下降，监管风险激增。因此，可预期的是未来财务公司承兑业务面临快速下滑的风险。

### 3、票据供应链金融工具需要进一步更新，短期内票据供应链融资成本面临抬升

票据期限被设定在 6 个月时间，对于现有票据供应链金融工具而言，将会产生深远影响，不管是票据贴现业务，还是目前存在的票据收益权项目，都会增加融资、贴现难度，短期内将会导致票据供应量下降，相关票据供应链金融融资成本抬高等系列问题。同时 1 年期票据被压缩 6 个月票据，将对票据融资主体流动性提出更高要求，部分企业将面临流动性缺口增加的风险。

因此，对于严重依赖于票据供应链融资的企业来说，一方面要做好成本抬升、监管趋严的负面影响准备，另一方面要布局新的融资模式和工具，以应对未来市场可能的变化。

### 4、促进票据业务健康规范发展

近年来，监管政策及监管检查尤为关注票据业务风险，此次管理办法的修订标志着票据业务顶层设计的与时俱进，有助于中长期银行业务规范和风险防范。

## 【年内第二次降准来了，还剩多少空间？】

### 目录

- 一、央行宣布全面降准
- 二、降准的原因
- 三、影响
- 四、未来货币政策走向

### 正文

#### 一、央行宣布全面降准

继国常会“放风”以后，新一轮的降准如期而至。

11月22日召开的国务院常务会议提出，加大金融对实体经济支持力度。引导银行对普惠小微存量贷款适度让利，继续做好交通物流金融服务，加大对民营企业发债的支持力度，适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕。

按照2022年过去时间政策传导的表现来看，国常会提出，央行落实，前后没有超过一个星期的。这一次也不例外：

11月25日，中国人民银行发布消息，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），共

释放长期资金约 5000 亿元。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.8%。

值得注意的是，这是今年年内的第二次降准，也在市场的预料之中，但比市场的预期晚了两周。为何此时再用降准工具？将带来哪些影响？未来货币政策怎么走？

## 二、降准的原因

### 1、当前是巩固经济回稳向上基础的关键时间点，必须紧抓不放保持经济持续恢复态势

数据显示，前 10 月固定资产投资和社会消费品零售总额同比分别增长 5.8% 和 0.6%，增速均比前 9 月回落 0.1 个百分点；社会融资和贷款增量均明显回落，虽然企业中长期贷款维持较高景气度，但居民贷款增长乏力。这反映出有效融资需求仍然不足，国内经济恢复基础尚不牢固。四季度经济运行对全年经济十分重要，因此，货币政策应进一步加大实施力度，降准有着必要性和紧迫性。

综合考量内外部环境因素，此时作出降准的决定并非易事。当前，我国经济虽经受住了国内外多重超预期因素的冲击，持续保持恢复态势，但外部环境复杂严峻，全球通胀仍维持高位，主要发达经济体货币政策延续收紧态势，在稳物价和稳增长之间艰难权衡。受地缘政治冲突、疫情蔓延和能源食品危机等诸多因素扰动，世界经济活动普遍放缓，金融市场大幅震荡，潜在风险值得高度警惕。

## 2、保持流动性合理充裕，稳定市场预期和宽信用进程

近期资金面快速收敛、长短端利率大幅上行，债市回调导致理财净值宽幅波动，央行通过短端加量进行呵护的同时，也需要通过降准来释放中长期流动性，稳定市场预期，增加金融机构长期稳定资金来源，增强资金配置能力。为此，本次国常会提及“适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”，表明创造适宜的流动性环境是首要任务，也是助力推进宽信用的重要保障。

9月以来，随着留抵退税、央行利润上缴结束以及数万亿元专项债支出接近尾声，财政支出力度放缓，加之央行流动性投放整体偏紧、大行资金融出减少、理财监管压力以及季节性效应，流动性开始收紧，资金利率中枢呈持续回升态势。

11月中旬，在资金面波动加大、防疫政策优化和稳地产政策发力下，市场预期快速转变，资金利率、同业存单利率、债市利率等均出现快速大幅攀升。短期市场利率一度升至逆回购利率以上，1年期NCD（同业存单）利率最高升至2.65%，11月14日10年期国债利率单日上行幅度达到10bp，为年内最高。债市利率的快速上行，也使得债基、理财产品净值宽幅波动，并引发理财赎回潮，形成“产品赎回-被迫抛售-净值下跌-产品赎回”的负反馈过程，加剧市场恐慌和资金面进一步收紧预期。为此央行在近期多次加量7天逆回购以对冲资金收紧压力，使得资金利率出现一定企稳迹象。但当下债市调整尚未完全结束，为避免债市与理财波动冲击实体经济，阻断“赎回潮”带来的负反馈过程，通过降准释放长期资金补充流动性，有助于快速平抑市场波动，稳定市场预期，增强金融机构资金

配置能力。

同时，12月和明年1月分别有5000亿元、7000亿元MLF到期，通过降准或可置换部分到期的MLF，有助于优化银行机构资金结构，增加长期稳定资金来源。此外，年底基建投资项目加快推动落地，配套融资的资金需求增大；房地产一系列宽松政策需要银行体系保持充足流动性；小微、制造业投资等领域保持较快增长，实体经济恢复发展有持续的资金需求，均需要长期稳定资金的支撑。因此，央行在三季度货币政策执行报告中亦提及“为巩固经济回稳向上态势、做好年末经济工作提供适宜的流动性环境”。

### 3、国内通胀特别是商品通胀压力未达预期，降准的制约也并不严重

10月份CPI、PPI同比增幅继续回落。主要大宗商品方面，海外能源价格及国内煤炭价格已有明显下跌，美国释放原油储备、海外衰退预期以及俄乌冲突暂缓后，油价也有大幅下行，从而大概率继续带动通胀下行。同时，经过一段时间的观察，市场和货币当局都认为目前通胀超预期的可能性并不大。

### 4、降低金融机构资金成本引导实体经济综合融资成本下行

11月新近公布的LPR并未变动，站在商业银行的角度看，面对净息差持续收窄的压力，继续下调LPR报价有利于降低负债成本的举措显现更大效果。通过降准一定程度上也可以降低银行的负债端成本，从而引导LPR继续下行。本

次降准降低金融机构年化资金成本约 56 亿元，通过金融机构传导可促进降低实体经济综合融资成本。

值得注意的是，在 11 月 22 日的国务院常务会议中提到了引导“银行对普惠小微存量贷款适度让利”，加上近期央行相关领导的表述，预计下一阶段的政策逻辑之一仍是银行让利实体经济。由于今年以来实体经济的融资成本降幅较大，商业银行资产端收益下降明显，其净息差已降至 2010 年以来的最低值。在这种情况下，后续引导实体经济综合融资成本下行的前提条件之一则变成了央行需要为商业银行降低成本。

### 三、影响

#### 1、对股市的影响

从过往的股市走势来看，降低存款准备金率后，推动 A 股股价上涨。

Wind 数据显示，近年来多次央行宣布降准后，除了 2018 年市场较差、次日 A 股出现下跌外，其余绝大多数时候上证指数和深证成指都以上涨报收。

经济基础决定股市总体表现，经济面的增长预期较弱，股市很难有持续的表现，而着力稳就业、稳物价，要把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，落实落细宏观调控各项决策部署，以改革开放为经济发展增强动力，这些都是推动市场回升的最根本的方面。

## 2、对债市的影响

央行此时降准，有助于平抑当前债市波动。实际上，在 11 月 23 日国常会提及降准后，当日现券夜盘收益率就大幅下行。不过，这一乐观情绪并未持续，11 月 24 日收益率即在止盈盘推动下回吐前一日夜盘大部分降幅。

降准举措可以打消市场对于货币政策收紧的担忧。降准落地有利于改善资金面，对债市中短端的利好更加明确，有望带动此前因资金面收敛而大幅走高的短端利率进一步下行；资金面担忧缓和对长端也有利，但在稳增长政策力度加码、宽信用预期升温扰动下，长端利率下行阻力较大，预计未来一段时间 10 年期国债利率将在 2.75%-2.85% 之间震荡。

## 3、对汇率的影响

央行降准对人民币汇率是利好消息，主要是降准并未改变货币政策稳健基调，同时，降准是加大实体经济支持力度，推动经济积极加快回稳向上，基本面稳定对汇率构成强有力支撑。降准稳定市场流动性预期，有助于稳定金融市场情绪。

## 4、对楼市的影响

此次的降准是迫切且必要，同时，在近期金融机构频频支持房地产，可以判断出本次降准对房地产领域有着举足轻重的作用，一方面，金融 16 条举措以及

央行和商业银行的座谈会明确提出发挥全国性商业银行要增强责任担当，发挥“头雁”作用，主动靠前发力，要用好政策性开发性金融工具。

降准意味着可以释放出更多的流动性资金，这为银行支持民营房企合理融资奠定基础。在房地产市场行业基本面修复不及预期的背景下，本次降准对房地产市场的资金支持较大，缓解当前房地产市场的资金压力，从而有助于房地产开发投资、到位资金行业基本面的恢复。

此外，本次降准落地后，12月5年期以上LPR下调的概率大幅度上升。降准会增加金融机构长期稳定资金来源、增强银行信贷投放能力，叠加9月以来商业银行启动新一轮存款利率下调，5年期以上LPR利率有望下调。而2021年12月和2022年4月降准后，LPR利率都在MLF利率保持稳定的背景下进行下调。

这有助于楼市进一步复苏。近期楼市持续处于低迷状态，“金九银十”成色不足，部分头部房企信用风险持续暴露。着眼于四季度及明年初稳增长、控风险，当前通过下调房贷利率推动楼市企稳回暖的必要性和迫切性增加。

#### 四、未来货币政策走向

##### 1、未来降准空间

2020年以来，中小型银行已经累计7轮降准30bp(大型银行累计5轮20bp)，未来我们的存款准备金率调整还有多少空间？

央行表示，本轮降准后，金融机构加权平均存款准备金率约降至7.8%。回

顾历史，我国中小型银行存款准备金率最低为 6%（1999 年），本次调整后，距离最低位仅有 2 个百分点。从近期降准操作看，央行降准公告中均提及“不含已执行 5%存款准备金率的金融机构”，4 月对城商行和农商行的额外降准中，也注明仅针对“存款准备金率高于 5%的”农商行。如果将 5%作为可参考的准备金率下限看，接下来距离 5%的准备金率仅有不到 300BP。

另一方面，对比海外，7.8%的加权平均存款准备金率确实明显高于主要的发达经济体，但已经低于很多的新兴经济体了。2020 年疫情发生后，美国将存款准备金率从 10%下调至 0。而新兴经济体，比如印尼、菲律宾的准备金率都是高于我国的，巴西的准备金率甚至在 20%以上。整体来看，我们的降准操作仍有空间，但相比前几年已经明显减小，就像今年两次操作都是 25bp 的“小步幅”，未来降准可能也会变得谨慎。

## 2、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。

### 3、1 年期、5 年期 LPR 均有下调空间

从流动性和利率约束的角度来看，一是银行面临的流动性约束进一步解除，降准、再贷款等工具能够投放充足的流动性。二是银行息差压力趋于缓解，9 月中旬，部分全国性银行主动下调存款利率，带动其他银行跟进调整。从第三季度货币政策执行报告中披露的数据来看，9 月末一般贷款中，利率低于 LPR 的贷款占比进一步提升。

从政策导向上看，再降 5 年期 LPR 的空间更大。前两轮房地产放松周期，房贷基准利率分别调低 216bp 和 165bp。相比之下，本轮放松周期自 2021 年末以来，房贷基准利率累计降幅不足 100bp（包括 5 年期 LPR 累计下调 35bp，下限再减 20 至 60bp）。此外，三季度货币政策执行报告定调“降低个人消费信贷成本”，国常会提出“引导银行对普惠小微存量贷款适度让利”，指向 1 年期 LPR 下调。

## 重要声明:

本报告的信息均来源于公开资料，其来源及观点出处皆被我公司认为可靠，但我公司对这些信息的准确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，客户和决策者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为兰瑞智库，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**我们的一切努力都是为我们的客户——  
提升竞争优势，共同创造持续长远的收益**

主办：兰瑞智库经济战略研究中心  
网址：<http://www.runwaysys.com/>  
e-mail: [runwaysys@163.com](mailto:runwaysys@163.com)  
全国客服热线：4001182162