

总量研究

四季度还会有降准吗？

——光大宏观周报（2022-10-23）

要点

核心观点：9 月以来，基于对流动性走势、降成本助力宽信用、降准置换到期 MLF 等因素的考量，市场对于再次降准的预期逐渐升温。我们认为，降准时机的选择需要把握好内外均衡，外部环境来看，美联储加息预期有望于 11 月逐渐企稳，美元指数震荡见顶有助于缓解人民币汇率贬值压力。内部环境来看，MLF 进入到到期高峰，为降准置换到期 MLF 提供契机；专项债前置发行，以及春节等因素将会对明年年初流动性产生扰动。因而，11 月至明年 1 月均是再次降准的合意窗口期，历史数据显示，1 月降准的可能性更高。

市场对于再次降准的预期逐渐升温。9 月以来，基于对流动性走势、降成本助力宽信用、降准置换到期 MLF 等因素的考量，市场对于再次降准的预期逐渐升温。一则，8 月中旬以来，流动性呈现边际收敛态势。若 2023 年专项债券于 12 月底之前提前下达，则意味着从明年 1 月开始将会陆续发行新增专项债，也将会对明年年初流动性产生扰动。

二则，宽信用仍然面临一些不确定性因素，通过降低融资成本助力宽信用仍然是政策重心。从目前的市场利率来看，同业存单利率明显低于 1 年期 MLF 操作中标利率，通过续作 MLF 的方式向市场投放流动性，实际上会变相抬高商业银行的边际成本，不利于贷款利率的进一步下行。

三则，四季度 MLF 到期量明显提升，通过降准置换部分到期 MLF 是常用操作。由于 MLF 操作需要以 2.75% 为利率向人民银行付息，降准则是将商业银行的法定存款准备金划转为超额存款准备金，因而，通过降准的方式向市场投放中长期流动性，有利于降低商业银行的边际负债成本，进而推动贷款利率下行。

降准时机的选择需要把握好内部均衡和外部均衡，明年 1 月降准的可能性更高。外部环境来看，美联储加息预期有望于 11 月逐渐企稳，美元指数震荡见顶进而减轻人民币汇率贬值压力。内部环境来看，MLF 进入到到期高峰，专项债前置发行、元旦和春节等因素将对明年年初流动性水平产生扰动。

回溯历史来看，2019 年部分新增专项债额度于 2018 年 12 月提前下达，2020 年部分新增专项债额度于 2019 年 11 月提前下达，2022 年部分新增专项债额度于 2021 年 12 月提前下达，在这 3 个年份，央行均在 12 月至次年 1 月进行了全面降准。因而，11 月至明年 1 月是再次降准的合意窗口期，明年 1 月降准的可能性更高，今年 11 月至 12 月也有可能。

再次降准有助于增强宽信用的持续性，稳定资金利率预期，提振市场信心。对债市而言，经过前期对于信用转宽和资金利率上行等因素的消化，考虑到经济修复仍面临多重不确定性，以及宽信用的持续性仍依赖于宽松流动性的支持，国债收益率对利空因素的反应逐渐趋于钝化。若在此时再次降准，有利于市场增强对于资金利率维持低位的信心，从而推动市场利率保持低位震荡态势。

对于股市而言，再次降准有利于增强市场对于宽信用持续性的预期，也会再次确认逆周期调节政策依然在持续发力，扭转市场信心。目前股票市场受到估值和盈利预期持续下修的双重压制，降准虽然难以直接对这两方面因素产生影响，但再次降准有助于增强市场对于宽信用持续性的预期，而信用企稳是企业盈利企稳的重要前瞻指标，从而间接增强市场对于企业盈利修复的信心，进而改善市场风险偏好，也有利于估值企稳。

风险提示：政策落地不及预期，新冠肺炎本土疫情大范围扩散。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebscn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwuh@ebscn.com

相关研报

美元指数何时有望见顶？——光大宏观周报（2022-09-25）

人民币汇率急贬，未来怎么走？——流动性洞见系列十（2022-09-05）

超常态的资金利率还能维持多久？——流动性洞见系列九（2022-08-18）

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌——流动性洞见系列四（2022-01-25）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

为什么我们认为四季度可能会降息——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

1、四季度还会有降准吗？	4
1.1、降准预期因何再度升温？	4
1.2、降准时机将会如何选择？	5
1.3、再次降准影响几何？	7
2、海外观察	8
2.1、金融与流动性数据：美债收益率上行，通胀预期上行	8
2.2、全球市场：全球股市涨跌不一，大宗商品走势分化	9
2.3 央行观察：美联储多个票委态度边际转鸽	10
2.4 海外政策：特拉斯宣布辞去英国保守党党首职务	10
3、国内观察	11
3.1、上游：原油价格环比上涨，铜价、铝价走势分化	11
3.2、中游：水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降	11
3.3、下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价、水果价格趋势分化	12
3.4、流动性：货币利率下行，债券利率下行	13
4、下周财经日历	13
5、风险提示	13

图目录

图 1：2023 年春节前降准时点预测	4
图 2：8 月中旬以来，流动性总体呈现边际收敛态势	5
图 3：居民部门净融资连续 11 个月维持收缩态势	5
图 4：人民币汇率贬值期间的货币政策操作	6
图 5：公告降准后的股票和债券市场走势	8
图 6：美国 10 年期国债收益率较上周上行	8
图 7：法德 10 年期国债收益率较上周上行	8
图 8：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡上行	9
图 9：美国投资级企业债利差收窄	9
图 10：全球股市涨跌不一	9
图 11：大宗商品价格走势分化	9
图 12：原油价格环比上涨	11
图 13：铜价环比下跌，库存同比下降	11
图 14：水泥价格指数环比上升	12
图 15：螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降	12
图 16：商品房成交面积跌幅扩大	12
图 17：猪价、菜价、水果价格趋势分化	12
图 18：货币市场利率下行	13
图 19：债券市场利率下行	13

表目录

表 1：下周全球经济数据热点	13
----------------------	----

1、四季度还会有降准吗？

9 月以来，基于对流动性走势、降成本助力宽信用、降准置换到期 MLF 等因素的考量，市场对于再次降准的预期逐渐升温。我们认为，降准时机的选择需要把握好内部均衡和外部均衡。外部环境来看，美联储加息预期有望于 11 月逐渐企稳，美元指数震荡见顶有助于缓解人民币汇率贬值压力。内部环境来看，MLF 进入到到期高峰，为降准置换到期 MLF 提供契机；专项债前置发行，以及春节等因素将会对明年年初流动性产生扰动。因而，11 月至明年 1 月是再次降准的合意窗口期，历史数据显示，1 月降准的可能性更高。

图 1：2023 年春节前降准时点预测

年份	春节前最后一次降准	春节	春节后第一次降准
2010	01-18	02-14	02-25
2011	01-20	02-03	02-24
2012	12-05	01-23	02-24
2013		02-10	
2014		01-31	
2015	02-05	02-19	04-20
2016	10-24	02-08	03-01
2017		01-28	
2018		02-16	04-25
2019	01-25	02-05	
2020	01-06	01-25	
2021		02-12	
2022	12-15	02-01	04-25
2023F	[11-15, 01-16]	01-22	

资料来源：万得，光大证券研究所预测；数据截至 2022 年 10 月 23 日；红色方框表示当年专项债新增额度于上年末提前下达的年份；2023 年的相关信息为光大宏观团队预测情况。

1.1、降准预期因何再度升温？

市场对于再次降准的预期逐渐升温。9 月以来，市场对于再次降准的预期逐渐升温，主要基于对流动性走势、降低融资成本助力宽信用、降准置换到期 MLF 等因素的考量。

一则，流动性呈现边际收敛态势，专项债发行等因素可能会加剧收敛态势。8 月中旬，银行间质押式回购利率与同期限央行逆回购利率的平均利差约为-71 个基点。随后，在央行缩量续作 MLF 等因素的影响下，该利差持续收窄，表征着银行间市场流动性呈现边际收敛态势。到了 10 月中旬，随着资金跨季结束以及央行再度等量续作到期 MLF，该利差再度走阔，但较 8 月中旬仍然呈现明显收敛态势。

向前看，8 月国常会要求将 5000 亿元专项债结存限额在 10 月底前发行完毕，从实际发行情况来看，发行主要集中在 10 月份，叠加 10 月一般为缴税大月，流动性边际收敛态势仍将持续。同时，9 月 28 日召开的稳经济大盘四季度工作推进会议提出，“要依法依规提前下达明年专项债部分限额”，若 2023 年专项债券于 12 月底之前提前下达，则意味着从明年 1 月开始将会陆续发行新增专项债，也将对流动性产生扰动。

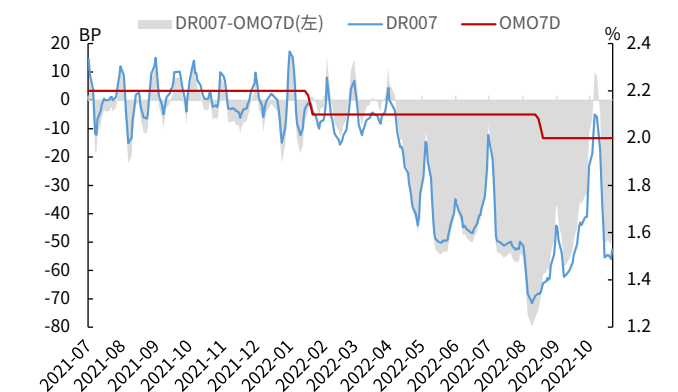
二则，宽信用仍然面临一些不确定性因素，通过降低融资成本助力宽信用仍然是政策重心。社融存量同比增速在经过 7 月和 8 月的震荡下行后，9 月呈现小幅边际改善，结构上来看新增企业中长期贷款占比延续回升态势。但居民部门净融资连续 11 个月呈现收缩态势，表明疫情和房地产等扰动因素仍然存在。在此背景下，货币政策的重心仍是引导社会综合融资成本下行，助推新增融资稳健维持在合理水平。

从目前的市场利率来看，10 月以来¹ 1 年期 AAA 同业存单平均利率为 1.99%，AA+同业存单平均利率为 2.06%，均明显低于 1 年期 MLF 操作中标利率。因而，通过续作 MLF 的方式向市场投放流动性，实际上会变相抬高商业银行的边际成本，不利于贷款利率的进一步下行。

三则，四季度 MLF 到期量明显提升，通过降准置换部分到期 MLF 是常用操作。今年一至四季度 MLF 到期量分别为 0.80、0.45、1.30 和 2.00 万亿元。由于 MLF 操作需要向人民银行提供合格质押品，央行往往有意将 MLF 存续余额维持在一定水平之内，以保证不会影响债券市场的流动性，因而，央行经常会在 MLF 到期量较高的时期，通过降准置换部分到期 MLF 的方式，降低存续 MLF 余额。

另外，由于 MLF 操作需要以 2.75% 为利率向人民银行付息，而降准则是将商业银行的法定存款准备金划转为超额存款准备金，因而，通过降准的方式向市场投放中长期流动性，有利于降低商业银行的边际负债成本，进而推动贷款利率下行。

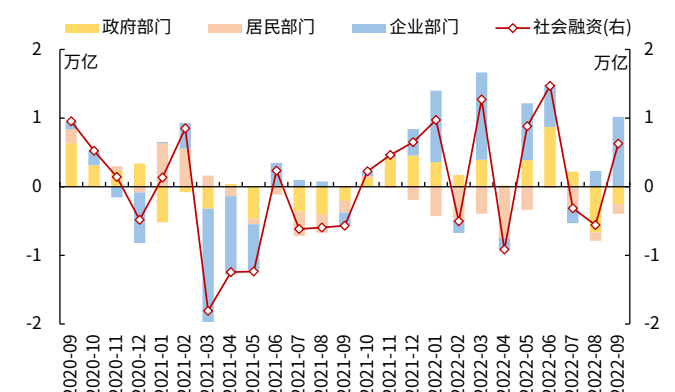
图 2：8 月中旬以来，流动性总体呈现边际收敛态势



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 10 月 21 日

图 3：居民部门净融资连续 11 个月维持收缩态势



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 9 月

1.2、 降准时机将会如何选择？

降准时机的选择需要把握好内部均衡和外部均衡，11 月至明年 1 月均是再次降准的窗口期，历史数据显示，明年 1 月降准的可能性更高，今年 11 月至 12 月也有可能。

¹ 10 月以来代指 10 月 10 日至 10 月 21 日的平均数据。

外部环境来看，美联储加息预期有望于 11 月逐渐企稳，美元指数震荡见顶进而减轻人民币汇率贬值压力。9 月以来，伴随着美国通胀回落幅度不及预期，美联储加息预期持续上修，助推美元指数持续走强，进而放大了人民币汇率的波动，国内货币政策总体维持稳健略偏宽松的态势。

8 月和 9 月美国通胀²回落幅度不及预期，有一个较为明显的背景是，这两个月的基数都处于较低的水平，在这样的背景下，新增信息变动对最终读数影响将会显著放大。但从今年 10 月至明年 6 月，随着美国通胀基数持续处于高位，新增信息变动对最终读数的影响将会逐渐减弱，美国通胀趋势性回落的确定性和稳定性有望改善。

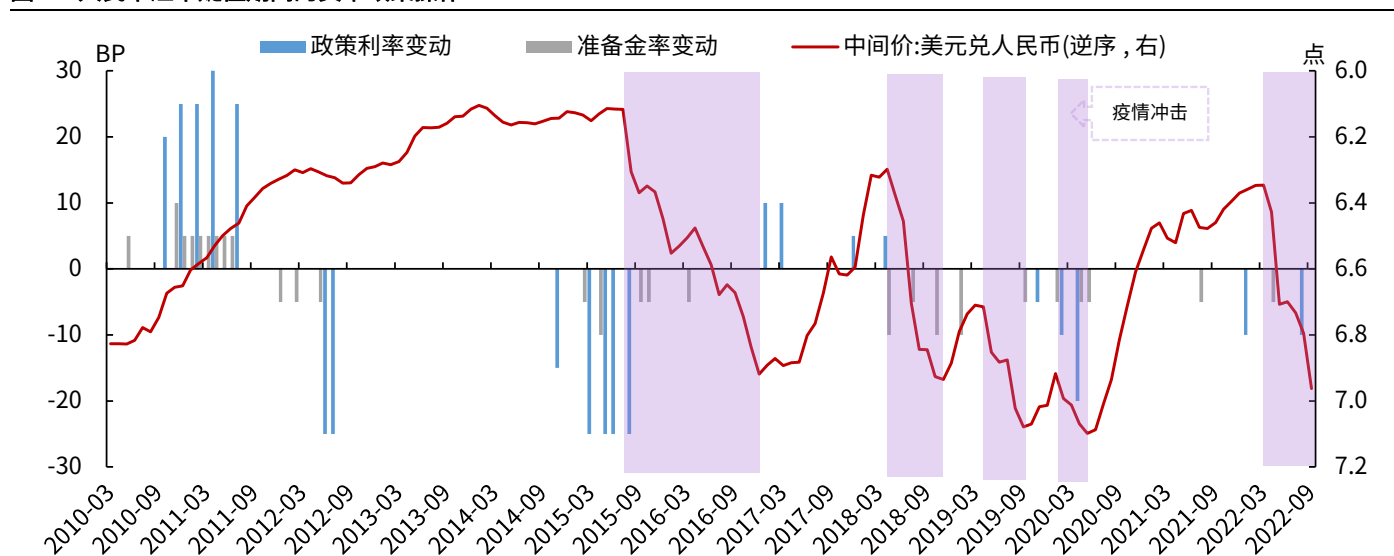
在此背景下，美联储加息预期有望于 10 月通胀数据公布后，逐渐见顶企稳。随着美联储加息预期的企稳，强势美元对人民币汇率产生的压力将会逐渐趋于稳定，前期超调的部分也有望逐渐修复，外部均衡对国内政策的约束将逐渐走弱。

内部环境来看，MLF 进入到期高峰，专项债发行、元旦和春节等因素将对流动性水平产生扰动。一则，今年 11 月至明年 1 月，MLF 将会进入到期高峰，尤其是，11 月 MLF 到期量将会达到 1 万亿的历史高峰，存在降准置换部分 MLF 的契机。

二则，9 月 28 日召开的稳经济大盘四季度工作推进会议提出，“要依法依规提前下达明年专项债部分限额”，若 2023 年专项债券于 12 月底之前提前下达，则意味着从明年 1 月开始将会陆续发行新增专项债，也将对流动性产生扰动。同时，元旦、春节前后由于取现、跨节等因素影响，银行间市场流动性通常趋向收敛。

回溯历史来看，2019 年部分新增专项债额度于 2018 年 12 月提前下达，2020 年部分新增专项债额度于 2019 年 11 月提前下达，2022 年部分新增专项债额度于 2021 年 12 月提前下达，在这 3 个年份，央行均在 12 月至次年 1 月进行了全面降准。

图 4：人民币汇率贬值期间的货币政策操作



资料来源：万得，光大证券研究所；数据截至 2022 年 9 月；2010 至 2015 年政策利率为 1-3 年期贷款基准利率；2016 年至 2022 年政策利率为 MLF 操作中标利率

² 8 月和 9 月美国 CPI 同比增速分别于 9 月和 10 月中旬公布。

1.3、再次降准影响几何？

对实体经济而言，再次降准有利于维持新增融资持续处于合意水平，但仍需要产业政策等其他政策措施的配合。今年以来，新增社融呈现出明显的政策驱动特征，融资供给相对充足，但在实体经济融资需求相对疲弱的状态下，融资主体缺少抓手。在前期政策层对产业政策和财政政策的持续调整下，实体经济融资需求已经开始呈现出改善态势，人民银行公布的三季度调查问卷显示，总体贷款需求指数较二季度上行 2.4 个百分点至 59%，其中，基础设施和小型企业贷款需求上行幅度较大。

在此时再次降准，一方面，降低了金融机构的资金成本，有利于促进社会综合成本稳中有降，激发微观主体的融资需求，另一方面，也为金融机构补充了较为稳定的长期负债，伴随着银行长期资金占比的提高，以及边际负债成本的降低，商业银行投放表内信贷的意愿及能力将会明显增强。

对债券市场而言，再次降准有利于稳定市场对于资金利率的预期，延长市场利率处于低位震荡的时间。8 月 15 日，央行再次降息后，随着 MLF 到期缩量续作和增量利好政策的减弱，资金利率持续上行。同时，伴随着财政政策和产业政策的持续发力，9 月制造业 PMI 重回扩张区间，社融增速小幅边际回升，信贷结构持续改善，实体经济修复预期和宽信用预期均有所企稳。因而，8 月下旬以来，债券收益率持续震荡上行，10 年期国债收益率，从 8 月 18 日的 2.58%，震荡上行至 10 月 8 日的 2.76%。

债券市场经过 1 个多月对于信用转宽和资金利率上行等因素的消化，考虑到经济修复仍面临多重不确定性因素，以及宽信用的持续性仍依赖于宽松流动性的支持，目前国债收益率对于利空消息的反应逐渐趋于钝化。若在此时再次降准，有利于市场增强对于资金利率持续维持低位的信心，从而推动市场利率保持低位震荡。

对于股票市场而言，再次降准有利于增强市场对于宽信用持续性的预期，也会再次确认逆周期调节政策依然在持续发力，扭转市场信心。目前股票市场受到估值和盈利预期持续下修的双重压制，降准虽然难以直接对这两方面因素产生影响，但再次降准有助于增强市场对于宽信用持续性的预期，而信用企稳是企业盈利企稳的重要前瞻指标，从而间接增强市场对于企业盈利修复的信心，进而改善市场风险偏好，也有利于估值企稳。

图 5：公告降准后的股票和债券市场走势

降准公告日期	降准幅度 (BP)	上证指数涨跌幅 (%)				10年期国债中债估值收益率变动 (BP)			
		T+1	T+10	T+20	T+30	T+1	T+10	T+20	T+30
2008-10-08	50	-0.84	-9.39	-15.85	-3.57	-19.99	-15.77	-28.23	-26.14
2008-11-26	100	1.05	9.55	-1.80	0.37	-19.70	-9.04	-39.89	-43.18
2008-12-22	50	-4.55	-3.21	-0.14	13.74	-5.03	-4.81	36.05	55.77
2011-11-30	50	2.29	-4.50	-7.00	-3.81	-10.86	-12.84	-14.88	-20.71
2012-02-18	50	0.27	4.39	2.02	-4.00	-2.45	2.55	1.22	-3.07
2012-05-12	50	-0.60	-2.56	-4.74	-7.13	-4.46	-18.88	-18.06	-12.30
2015-02-04	50	-1.18	1.72	3.68	15.33	-5.71	-12.16	3.33	3.44
2015-04-19	100	-1.64	4.51	-0.09	12.63	-10.73	-18.23	-15.18	7.77
2015-08-25	50	-1.27	7.86	5.99	12.58	-2.87	-10.99	-12.23	-35.13
2015-10-23	50	0.50	5.20	6.39	3.30	-2.00	8.50	8.51	-1.46
2016-02-29	50	1.68	6.38	10.04	12.49	0.25	0.02	1.63	5.98
2018-04-17	100	0.80	1.11	2.85	0.94	-14.99	1.53	5.64	-5.36
2018-06-24	50	-1.05	-4.93	-2.09	-5.17	1.99	-3.45	-4.69	-10.37
2018-10-07	100	-3.72	-9.60	-5.13	-5.04	0.52	-4.45	-6.42	-25.88
2019-01-04	100	0.72	3.23	4.11	11.51	-0.06	-6.03	-4.81	-3.17
2019-09-06	50	0.84	-0.75	0.28	-0.65	0.77	8.32	13.91	20.23
2020-01-01	50	1.15	1.31	-6.02	-0.65	1.20	-4.68	-29.25	-25.89
2021-07-09	50	0.67	0.75	-1.87	-2.75	-6.74	-9.71	-19.66	-15.85
2021-12-06	50	0.16	0.12	1.20	-0.54	2.75	3.57	-3.21	-7.61
2022-04-05	25	0.02	-2.70	-8.56	-4.15	-0.29	3.64	6.43	4.35
均值	61	-0.23	0.42	-0.84	2.27	-4.92	-5.15	-5.99	-6.93

资料来源：万得，光大证券研究所；数据截至 2022 年 10 月 21 日

2、海外观察

2.1、金融与流动性数据：美债收益率上行，通胀预期上行

美国 10 年期国债收益率上行，通胀预期上行。10 月 21 日，美国 10 年期国债收益率收于 4.21%，较上周上行；法国 10 年期国债收益率上行 3 个 bp 至 2.98%；德国 10 年期国债上行 26 个 bp 至 2.51%。美国 10 年期国债隐含的通胀预期较上周上行 11 个 bp，实际收益率高于上周。

图 6：美国 10 年期国债收益率较上周上行

图 7：法国 10 年期国债收益率较上周上行

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_47608

