

# 2022年11月央行降准点评

## 货币政策下一步

### 证券分析师

**钟正生** 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

**张璐** 投资咨询资格编号  
S1060522100001  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

**张德礼** 投资咨询资格编号  
S1060521020001  
ZHANGDELI586@pingan.com.cn

### 研究助理

**李泉剑** 一般证券从业资格编号  
S1060122030023  
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



### 事项：

2022年11月25日，央行公告自12月5日起降准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%。

### 平安观点：

- **超预期的降准。**11月22日国常会提及降准，让市场感到“意外”，源于两点：**第一**，债券市场风波已“告一段落”，资金面转松，隔夜利率经常降至1%以下；**第二**，近期央行在多个场合释放了偏“鹰派”的信号，如MLF缩量续作并称已通过PSL等投放中长期流动性、三季度货币政策执行报告“高度重视”未来通胀升温的潜在可能性。
- **降准的背景和逻辑。**我们认为，**本次降准或出于以下几方面的考量**：**第一**，经济基本面恶化是最主要的触发因素，在疫情升温的背景下，加大金融对实体经济的支持力度；**第二**，降准在平滑流动性波动的同时，还可以释放货币宽松尚未退出的信号；**第三**，近期围绕稳定房地产市场出台了诸多政策，降准有助于商业银行加大信贷支持；**第四**，美联储加息节奏放缓的预期升温，中国货币宽松面临的外部掣肘减弱。
- **降准影响几何？**本次降准表明货币宽松尚未退出，信号意义明显。但短期来看，本次降准对经济和资本市场的进一步影响，或有待观察。**经济方面**，四季度中国经济下行压力源于疫情冲击、出口走弱和高基数，降准有助于通过缓释“资金约束”和“利率约束”，在供给端推动信用创造。但信贷需求端仍面临诸多掣肘，宽货币到稳信用的梗阻仍厚，需要防疫政策在执行层面进一步优化、稳地产政策加快落地等配合。**资本市场方面**，本周五公告降准、下调25bp符合预期，已被市场充分定价。此外，从近年降准后的市场表现看，股市和债市的趋势并未因降准而改变。
- **货币政策下一步。**展望2023年，我们认为货币政策宽松的必要性不减，也有进一步宽松的空间。**降准方面**，2023年央行结存利润上缴和外汇占款渠道投放的基础货币或将弱于2022年，从补充流动性缺口的角度看，2023年对降准补充基础货币的诉求预计将强于2022年。**LPR方面**，本次降准或不足以直接引导商业银行LPR报价下行，但由于目前存款高增而贷款需求不足，LPR或将进一步降低，以期在存、贷款两端都更好匹配供需。**MLF利率方面**，综合国内通胀、美联储加息节奏等来看，2023年二季度可能是MLF降息的窗口期。
- **风险提示：**地缘政治冲突再升级，美联储紧缩力度超预期。

2022年11月25日，央行公告自12月5日起降准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%。此次降准共计释放长期资金约5000亿元，可降低金融机构资金成本每年约56亿元。如何看待本次降准的逻辑与背景？超预期的降准又将带来何种影响？货币政策走向如何？本文尝试对以上问题进行回答。

## 一、超预期的降准

尽管此前市场普遍预计未来有降准的可能性，但11月22日国常会提出“适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”后，市场仍感到“意外”。**本次降准的意外性，主要体现在两方面：**

**一方面，债券市场的风波“告一段落”。**因市场对疫情与房地产走势高度一致的预期被打破，上周开始国内债市出现明显调整，信用债、利率债收益率均明显上行，导致债券基金净值普遍回撤，银行理财产品也出现新一轮“破净潮”。不过，随着央行公开市场逆回购操作连续大额投放，本周资金面利率明显下行，隔夜利率再度降至1%左右水平，债券市场的波动已然平息。

**另一方面，近期央行在多个场合均释放了偏“鹰派”的信号。**一是，央行缩量续作MLF。在11月MLF到期量1万亿的情况下，央行仅续作8500亿，并称已通过PSL等投放中长期流动性；二是，央行三季度货币政策执行报告“高度重视”未来通胀升温的潜在可能性，较二季度“密切关注”警惕更高，释放出了更偏紧缩的信号。三是，11月21日央行行长在金融街论坛上的讲话，并未表露出进一步宽松的意愿。

## 二、降准的背景与逻辑

我们认为，央行此时提出降准，或出于以下几方面考量：

**第一，经济基本面恶化是最主要的因素。**受到疫情多点散发的影响，2022年10月中国主要经济指标同比多数回落：从生产端来看，工业生产弱于季节性，而服务业受疫情冲击更加明显；从需求端来看，10月社会消费品零售总额同比-0.5%，时隔四个月后再度转负，其中商品零售和餐饮收入的当月同比均明显下滑。10月中国进口和出口均同比负增长，外需放缓压力已然显现，而固定资产投资当月同比从前值6.5%回落到5.0%，全口径基建、制造业和房地产三大分项投资当月同比增速均放缓。

**对比近两次国常会来看，对四季度经济的定调已发生明显改变。**10月26日的国常会上提出“努力推动四季度经济好于三季度，保持经济运行在合理区间”，但11月22日的国常会上对于四季度经济的定调变为“保持经济运行在合理区间，力争实现较好结果”，可见当前经济下行压力明显加重，11月国内经济可能再度回落。**因此，本次降准的主要考量便是，在疫情升温的背景下，加大金融对实体经济的支持力度。**

**第二，降准在平滑流动性波动的同时，还可以释放货币宽松尚未退出的信号。**尽管近期债券市场资金面企稳，但信用债抛压尚未完全解除，市场信心仍有待修复。此外，今年12月及明年1月MLF到期量分别达到5000亿、7000亿，加之春节临近、地方债发行等因素，债券市场流动性易再次受到扰动。央行在三季度货币政策执行报告中，提出“加强对流动性供求形势和金融市场变化的分析监测”、“提升债券定价的有效性及其传导功能”，通过降准释放中长期资金，有助于平滑流动性，防止债券市场再次出现较大调整。

**第三，近期围绕稳定房地产市场出台了诸多政策，降准有助于商业银行加大信贷支持。**近期与房地产企业融资相关的金融政策频出，民营企业“第二之箭”延期并扩容，人民银行、银保监会发布《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》，银保监会、住建部、央行联合发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，央行面向六家商业银行推出2000亿元“保交楼”无息贷款支持计划等。其中，商业银行加大信贷支持是改善房企流动性压力、推动“保交楼”的重要途径，目前国有六大行已经向17家房企授信超万亿元，未来随着实际贷款的发放，流动性或将逐步趋紧。**因此，本次降准亦具有配合房地产融资政策的作用。**

**第四，美联储加息节奏放缓的预期升温，中国货币宽松面临的外部掣肘减弱。**美国劳工部公布数据显示，美国10月CPI同比7.7%，低于预期的7.9%，已连续第四个月回落；核心CPI同比6.3%，同样低于预期的6.5%，且是五个月以来首次回落。美国通胀的超预期下行导致市场加息预期降温，近期公布的美联储11月纪要放“鸽”，显示大多数与会者认为，不久可能就会来到放缓加息步伐的合适时候，我们预计12月美联储将加息50bp。外部因素对我国货币政策的掣肘减弱，这也为本次降准提供了有利环境。

## 三、降准影响几何？

本次降准的重要影响在于，它有助于缓释前期市场上出现的货币政策将收紧的担忧。同业存单利率持续攀升，以及央行在多个场合释放了偏鹰派的信号，前期市场上出现了货币政策是否会收紧的讨论。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

本次降准表明货币宽松尚未退出，信号意义明显。但短期来看，本次降准对经济和资本市场的进一步影响，或有待观察：

**第一，四季度中国经济仍将面临较大的下行压力。**当前中国稳增长压力，一是源于疫情持续多点散发，尽管防疫政策已优化，但疫情对经济的拖累在加剧；二是从韩国出口（前20日出口同比从10月的-5.5%降至11月的-16.7%）、中国出口集装箱运价指数等指标看，11月中国出口可能进一步走弱；三是高基数效应，2021年四季度GDP环比超季节性均值1.1个百分点。

本次降准释放长期资金约5000亿，每年降低金融机构资金成本约56亿元，有助于通过缓释“资金约束”和“利率约束”，在供给端推动信用创造。但信贷需求端仍面临诸多掣肘，包括疫情对消费和生产活动的压制、居民购房意愿不足等，宽货币到稳信用之间的梗阻仍厚。其它政策相配合，比如防疫政策在执行层面进一步优化，以及近期出台的各项支持房地产政策尽快落地，进而推动保交楼和恢复购房者信心等，有助于释放企业和家庭的信贷需求，从而更好发挥货币宽松支持实体经济的作用。

**第二，对资本市场的进一步影响或有限。**一方面是因为，本次降准的公告时点和下降幅度，基本符合市场预期。央行公告降准后，10年期国债活跃券收益率几无波动。另一方面则是因为，近5年全面降准后，从10年期国债收益率和沪深300指数的走势看，趋势并未因降准而改变。降准有助于缓解流动性风险，叠加疫情导致的基本面预期差，债券市场短期进一步调整的风险不大，但短期也难以看到明显利好，短期长端利率或维持震荡。目前疫情和经济基本面对股市的影响偏负面。建议关注12月政治局会议和中央经济工作会议如何定调。

## 四、货币政策下一步

展望2023年，我们认为货币政策宽松的必要性不减，也有进一步宽松的空间：

**从补充流动性缺口的角度看，预计2023年准备金率或有0.5-1个百分点的下调空间。**2022年基础货币投放在补充流动性缺口方面发挥了较大左右，9月末基础货币同比增长5.4%，较2021年末的-0.3%明显提高。今年前三季度央行上缴结存利润1.13万亿，以及结构性再贷款工具的使用，均形成了基础货币的投放。若2023年央行上缴利润规模大幅下降，而出口走弱外汇占款下降，考虑到再贷款再贴现扩张需要时间，要保持M2大致平稳增长，2023年对降准补充基础货币的诉求或强于2022年。不过本次降准后金融机构加权平均存款准备金率降至7.8%，距离5%的“隐性下限”进一步收窄，可能会成为降准的掣肘。

**从降成本的角度看，本次降准或不足以直接引导商业银行LPR报价下行，但基于存贷款的供需状况看，LPR或将进一步降低。**我们估算，存款准备金每下调1个百分点，大致可引导商业银行LPR报价下行5bp。不过由于存款利率定价机制改革后，定期存款跟随10年期国债利率和1年期LPR的变动而变动，在当前存款高增而贷款需求不足的情况下，我们认为LPR可能进一步降低，以期在存、贷款两端都更好匹配供需。

**MLF利率下调的时间窗口可能在2023年二季度。**调降MLF利率是“降成本”最直接有效的手段，但在货币政策价格型调控框架逐步形成的背景下，MLF利率调整“牵一发而动全身”，需要综合考虑内外部约束。预计中国CPI同比将在2023年一季度出现阶段性高点，二季度前后海内外经济“增长差”逐步逆转、国际资本流动形势趋于缓和，国内降息空间逐步打开。如果此时经济恢复仍不及预期，央行或适度调降MLF政策利率，进一步加大对实体经济的支持力度。

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\\_49380](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49380)

