

研究所
证券分析师：夏磊 S0350521090004
xial@ghzq.com.cn

降准之后会不会降息？

最近一年走势



相关报告

- 《从政策松到市场稳要多久？*夏磊》——2022-03-13
- 《中央经济工作会议的六大政策内涵 *夏磊》——2021-12-11
- 《一行两会重磅发声，房地产政策后续如何演绎？*夏磊》——2021-12-05
- 《从六中全会精神看经济工作怎么干 *夏磊》——2021-11-12

事件：

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”。11月25日，央行宣布于12月5日降准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%，释放长期资金约5000亿元，降低金融机构资金成本每年约56亿元。

核心观点：

■ 为什么会降准？

释放稳增长积极信号。近期本土疫情呈现严峻复杂态势，疫情对生产生活负面影响加大。1-10月，全国固定资产投资同比增长5.8%，比1-9月回落0.1个百分点；10月社会消费品零售总额同比下降0.5%；出口（以人民币计）增长7.0%，前值10.9%。前期政策性开发性金融工具等稳增长政策投放已基本结束，此次降准释放长期资金约5000亿元，有助于加大基建、制造业、房地产领域信贷支持力度，稳定市场信心。

稳定货币政策宽松预期。一是今年8月、9月MLF小幅缩量2000亿元，10月等量平价续作，11月再度缩量1500亿元。三季度货币政策执行报告中提及“高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化”，市场宽松预期降温。二是防疫优化二十条和金融支持房地产十六条政策集中推出，预期转向引发债市暴跌，理财大量赎回形成负反馈链条。降准再次释放宽松信号稳定市场预期。

缓解资金面流动性压力。11月16日，1年期同业存单到期收益率升至2.65%，与MLF利率2.75%仅差10BPs；R001、R007、DR001、DR007利率分别升至2.04%、2.11%、1.94%和2.02%，接近OMO利率2%。为“做好年末经济工作提供适宜的流动性环境”，央行及时降准有助于缓解短期资金面流动性压力。

- **降准是姿态，但降成本空间有限。**本次全面降准释放长期资金约5000亿元，以目前法定准备金利率1.62%计算，假定全部用来置换资金成本为2.75%MLF，预计将节约成本约56.5亿元，仅相当于2021年银行净利润的0.26%，对降息空间影响有限，不足以直接引导LPR

调降。

■ 宽货币更需宽信用

目前流动性处于偏充裕状态，降准后已充分确定央行的宽松态度。今年以来 M2 保持较高增速，社融连续 7 个月低于 M2 增速，需求不足导致流动性淤积，必须加大金融支持实体经济力度，避免资金空转。目前市场处于对流动性宽松较钝化、对流动性收紧高度敏感时期，需求是主要的制约因素。

加快稳增长政策落实需畅通宽信用传导。前期推出的财政金融政策支持重大项目建设、设备更新改造，是促投资带消费、稳经济调结构的重要举措，必须狠抓落实，促进宽货币向宽信用传导，才能尽快落实实物工作量，巩固经济回稳向上基础。

■ 为什么降息还有空间？

经济增速下降，提供利率中枢下降空间。经济增速与投资回报率有关，进一步决定了利率中枢下降空间。据测算我国 2022-2023 年经济潜在中枢下降至 5.5%，2022 年前三季度实际 GDP 同比增长 3%，而当年发放贷款加权平均利率较上年末下降 42BPs。对比 2014-2015 年，在通胀水平保持相对稳定基础上，利率中枢降幅明显大于经济增速下降幅度，因此本轮降息还有充足空间。

居民按揭贷款不良率低，房贷加点有下行空间。居民房贷利率由 LPR 利率加点方式形成，基准利率之上的加点与贷款风险溢价有关。从贷款质量角度，个人按揭贷款不良率长期维持在 0.3% 左右，显著低于全部贷款的不良率，三季度个人住房贷款加权平均利率为 4.34%，即使房贷利率加点下行也可以充分覆盖风险溢价。

住房贷款利率与历史低值相比，还有下降空间。历史上，商业性个人住房贷款利率下限为 3.43%，目前部分城市调整后首套房最低利率为 3.8%，与历史低值相比还有下降空间。

- **降息值得期待。**目前通胀压力较弱，经济恢复基础尚不稳固，降息仍值得期待。10 月 CPI 同比增长 2.1%（前值 2.8%）、PPI 同比下降 1.3%（前值 0.9%）；1-10 月工业企业利润同比下降 3%；10 月制造业 PMI 录得 49.2%，重回荣枯线下方。预计随着美联储放缓加息，资本外流放缓，央行降息概率将进一步提升。

- **风险提示** 疫情反复；经济恢复不及预期；市场波动加剧；全球经济衰退风险。

事件：

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”。11月25日，央行宣布于12月5日降准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%，释放长期资金约5000亿元，降低金融机构资金成本每年约56亿元。

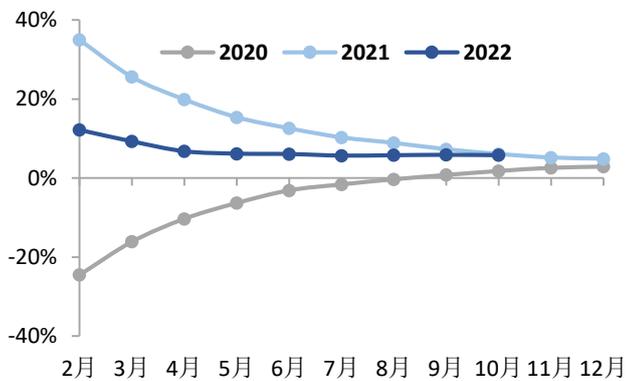
观点：

1、为什么会降准？

1.1、释放稳增长积极信号

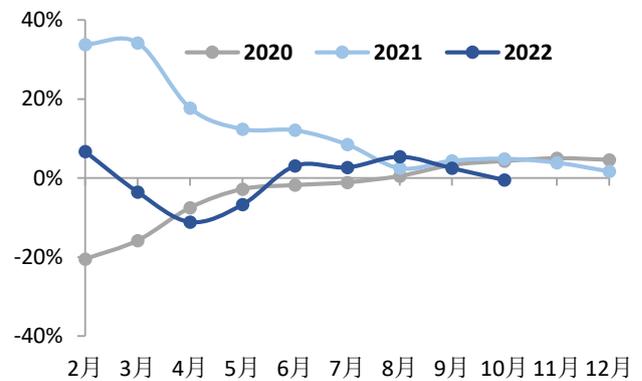
近期本土疫情呈现严峻复杂态势，疫情对生产生活负面影响加大。1-10月，全国固定资产投资同比增长5.8%，比1-9月回落0.1个百分点；10月社会消费品零售总额同比下降0.5%；出口（以人民币计）增长7.0%，前值10.9%。前期政策性开发性金融工具等稳增长政策投放已基本结束，此次降准释放长期资金约5000亿元，有助于加大基建、制造业、房地产领域信贷支持力度，稳定市场信心。

图1：近三年固定资产投资完成额累计同比增速



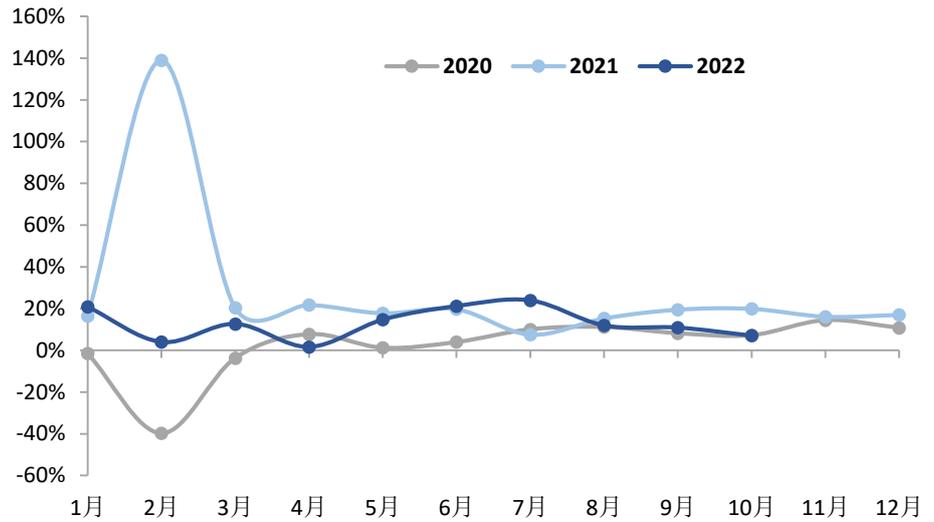
资料来源：wind，国海证券研究所

图2：社会消费品零售总额当月同比增速



资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：人民币出口金额当月同比

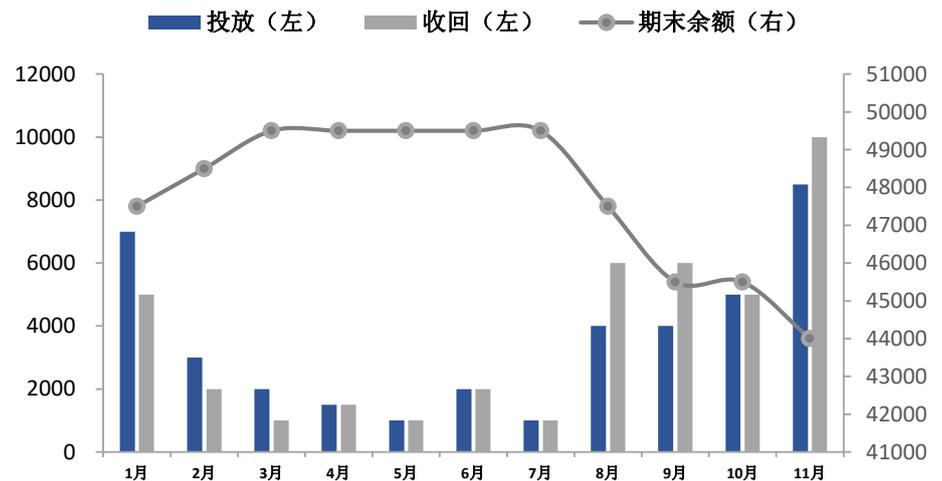


资料来源：wind，国海证券研究所

1.2、稳定货币政策宽松预期

一是今年 8 月、9 月 MLF 小幅缩量 2000 亿元，10 月等量 9 平价续作，11 月再度缩量 1500 亿元。三季度货币政策执行报告中提及“高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化”，市场宽松预期降温。二是防疫优化二十条和金融支持房地产十六条政策集中推出，预期转向引发债市暴跌，理财大量赎回形成负反馈链条。降准再次释放宽松信号稳定市场预期。

图 4：2022 年 MLF 投放及收回情况



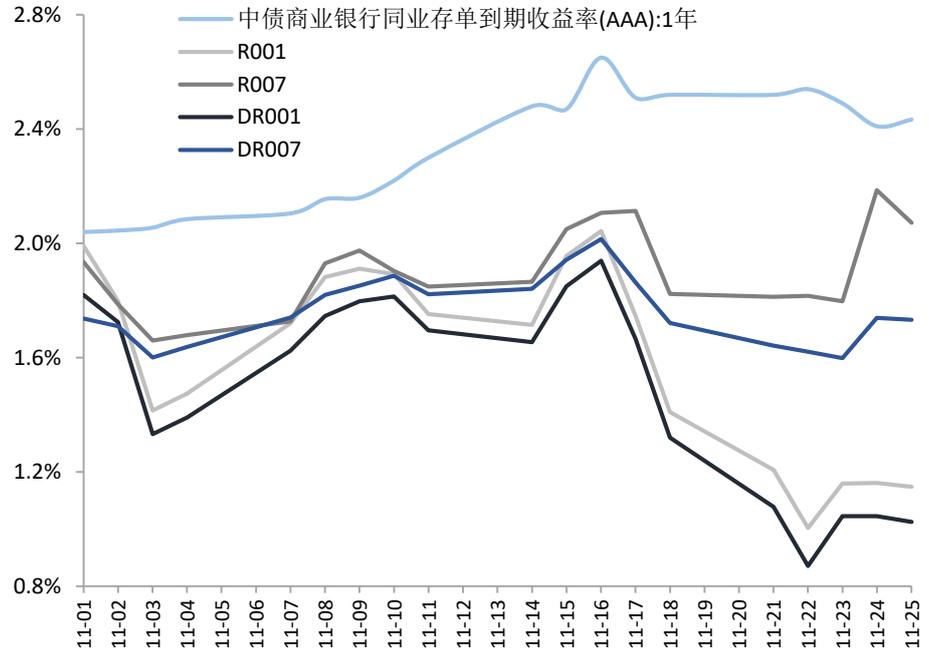
资料来源：wind，国海证券研究所；单位：亿元

1.3、缓解资金面流动性压力

11 月 16 日,1 年期同业存单到期收益率升至 2.65%，与 MLF 利率 2.75%仅差

10BPs; R001、R007、DR001、DR007 利率分别升至 2.04%、2.11%、1.94% 和 2.02%，接近 OMO 利率 2%。为“做好年末经济工作提供适宜的流动性环境”，央行及时降准有助于缓解短期资金面流动性压力。

图 5：2022 年 11 月主要市场利率



资料来源：wind，国海证券研究所

2、降准是姿态，但降成本空间有限

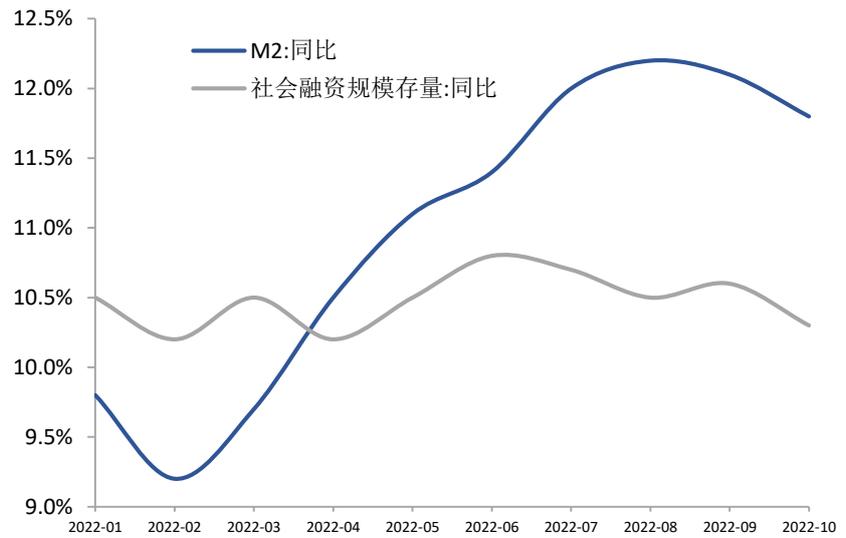
本次全面降准释放长期资金约 5000 亿元，以目前法定准备金利率 1.62% 计算，假定全部用来置换资金成本为 2.75%MLF，预计将节约成本约 56.5 亿元，仅相当于 2021 年银行净利润的 0.26%，对降息空间影响有限，不足以直接引导 LPR 调降。

3、宽货币更需宽信用

3.1、目前流动性处于偏充裕状态，降准后已充分确定央行的宽松态度

今年以来 M2 保持较高增速，社融连续 7 个月低于 M2 增速，需求不足导致流动性淤积，必须加大金融支持实体经济力度，避免资金空转。目前市场处于对流动性宽松较钝化、对流动性收紧高度敏感时期，需求是主要的制约因素。

图 6: M2 及社融存量同比增速



资料来源: wind, 国海证券研究所

3.2、加快稳增长政策落实需畅通宽信用传导

前期推出的财政金融政策支持重大项目建设、设备更新改造,是促投资带消费、稳经济调结构的重要举措,必须狠抓落实,促进宽货币向宽信用传导,才能尽快落实实物工作量,巩固经济回稳向上基础。

4、为什么降息还有空间?

4.1、经济增速下降,提供利率中枢下降空间

经济增速与投资回报率有关,进一步决定了利率中枢下降空间。据测算我国 2022-2023 年经济潜在中枢下降至 5.5%,2022 年前三季度实际 GDP 同比增长 3%,而当年发放贷款加权平均利率较上年末下降 42BPs。对比 2014-2015 年,

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_49498



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>