

货币政策与流动性观察

降准了，然后呢？

核心观点

降准了，然后呢？

11月25日，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）。

如何理解央行降准？

11月以来，市场流动性骤紧，债券收益率波动加剧。我们认为有以下几方面原因：一是央行温和引导资金利率向“正常化”回归。二是上缴结存利润、留抵退税等“隐性”基础货币投放通道收尾。三是央行10月底集中投放的流动性到期。四是11月降准预期落空。五是经济基本面预期显著改善。

总体而言，本次降准再次确认年内“宽货币”格局仍将延续。近期疫情多点暴发，经济基本面依然偏弱，政策利好传导尚需时间，“宽信用”仍待夯实。在这样的背景下，我们再次提示“宽货币”拐点未至：通过保持“适宜的流动性环境”，适度降低银行等金融机构资金成本，为“宽信用”提供激励仍是年内的政策基调。此外，临近年末，降准也有助于满足跨年和银行“开门红”等资金需求。

下一步怎么看？

一是LPR调降可期，单独调整5年期LPR概率更高。本次降准直接对应的LPR调降幅度仅约为0.3bp，尚不构成LPR全面调降的条件。但考虑到9月以来国有大行带头降低各期限存款利率10-15bp，近期5年期LPR优先单独调降仍有可能。

二是结构性工具将承担更多“宽信用”职责。未来一段时间内我国经济回暖趋势仍不稳固，需要宏观政策予以支持。但从中期视角看，央行会格外珍视正常货币政策空间，总量操作将逐步向正常化回归。

三是尽管总量政策受到约束，明年上半年仍有再度降准可能。明年上半年是我国经济筑底回升的关键时期，为配合提前批专项债发行，央行将创造适宜的流动性环境。此外，央行倾向于在“稳增长”时期通过降准置换到期MLF，频率约为5-7个月一次。最后，未来25bp“小步伐”降准可能成为常态。

流动性观察

海外方面，鲍威尔近期发表讲话，暗示美联储12月可能加息50bp。

国内利率方面，上周（11月21-25日）短端利率走势分化（隔夜利率大幅下行，七天利率大幅上行），中长端利率有所回落，其中国有行、股份行、城商行的下行幅度分别为7bp、15bp和1bp。

国内流动性方面，上周（11月21-27日）央行缩量续作，净投放-3780亿元。

债券发行方面，上周（11月21-25日）政府债净融资1215.5亿元；同业存单净融资1334.9亿元；企业债券净融资-510.5亿元。

风险提示：政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

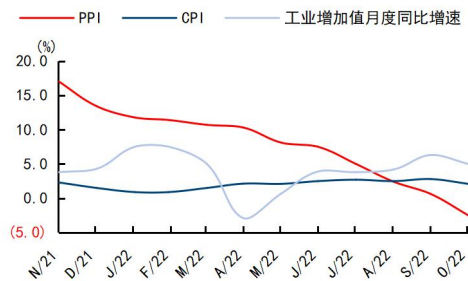
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.80
社零总额当月同比	-0.45
出口当月同比	-0.30
M2	11.80

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宏观经济宏观周报-疫情扩散速度较快，投资领域景气转弱》——2022-11-28

《货币政策与流动性观察-宽货币基调不变，但有必要回归正常化》——2022-11-21

《宏观经济宏观周报-防疫政策优化后国内经济出现回暖迹象》——2022-11-21

《货币政策与流动性观察-“宽货币”拐点未至》——2022-11-14

《宏观经济宏观周报-四季度国内美元计价出口仍有望维持同比增长》——2022-11-14

内容目录

周观点：降准了，然后呢？	4
如何理解央行降准？	4
下一步怎么看？	5
流动性观察	6
外部环境：美联储 12 月大概率加息 50bp	6
国内利率：超短端走势分化	7
国内流动性：央行缩量续作	9
债券融资：显著回暖	11
汇率：美元指数回落	12

图表目录

图 1: 短端市场利率与政策锚	4
图 2: 中期利率与政策锚	4
图 3: 降准后金融机构加权平均准备金率降至 7.8%	5
图 4: 近期资金面波动较大	5
图 5: 美联储关键短端利率	6
图 6: 欧央行关键短端利率	6
图 7: 日央行关键短端利率	6
图 8: 主要央行资产负债表相对变化	6
图 9: 央行关键利率	7
图 10: LPR 利率	7
图 11: 短端市场利率与政策锚	8
图 12: 中期利率与政策锚	8
图 13: 短端流动性分层观察	8
图 14: 中长端流动性分层观察	8
图 15: SHIBOR 报价利率	8
图 16: 中美利差	8
图 17: “三档两优” 准备金体系	9
图 18: 央行逆回购规模（本周投放截至周四）	9
图 19: 7 天逆回购到期与投放	9
图 20: 14 天逆回购到期与投放	9
图 21: MLF 投放跟踪	10
图 22: MLF 投放季节性	10
图 23: 银行间回购成交量	10
图 24: 上交所回购成交量	10
图 25: 银行间回购余额	10
图 26: 上交所回购余额	10
图 27: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）	11
图 28: 政府债券与同业存单净融资	11
图 29: 企业债券净融资与结构	11
图 30: 主要货币指数走势	12
图 31: 人民币汇率	12

周观点：降准了，然后呢？

11月25日，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）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.8%。

如何理解央行降准？

11月以来，市场流动性骤紧，债券收益率波动加剧。我们认为有几方面原因：

一是央行温和引导资金利率向“正常化”回归。今年4月以来，DR007等超短端资金利率中枢逐渐偏离7天逆回购利率锚并持续至今。7月起，央行将去年以来每日开展100亿元逆回购操作的习惯逐步降为20亿元，温和引导市场利率回归。市场也形成了“宽货币”将适时逐渐退出的预期。

二是部分基础货币投放通道收尾。今年三季度，央行和财政部分别提前完成1.13万亿上缴结存利润和超过1.5万亿留抵退税工作，“隐性”基础货币投放规模随即减弱。

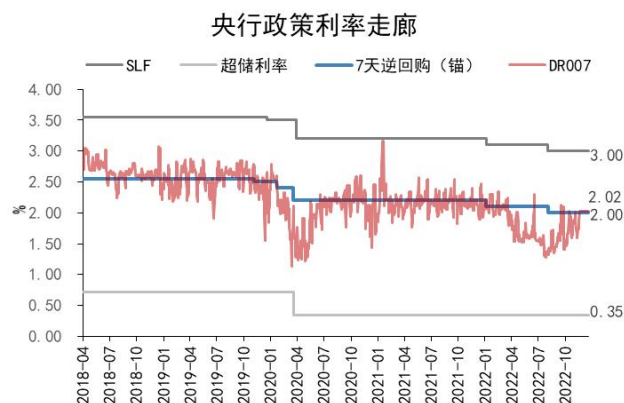
三是央行10月底集中投放的流动性到期。10月底受跨月资金需求、财政投放下降、专项债集中发行和税期高峰推迟等因素叠加影响，市场流动性紧张。央行10月25-31日为维护流动性平稳投放的9100亿逆回购资金在11月初集中到期。

四是11月降准预期落空。四季度迎来年内MLF到期高峰，10月-12月分别到期5000、10000和5000亿元，市场预期央行或小幅降准置换部分到期的MLF。而10月、11月降准预期落空，担忧“宽货币”加速退出的情绪上升。

五是经济基本面预期显著改善。疫情防控优化、地产利好加码和海外约束缓和三大积极因素下，债券利率快速调整，叠加理财和货基的赎回压力形成正反馈，对流动性形成挤兑。

总体而言，本次降准再次确认年内“宽货币”格局仍将延续。近期疫情多点暴发，经济基本面依然偏弱，政策利好传导尚需时间，“宽信用”仍待夯实。在这样的背景下，我们再次提示“宽货币”拐点未至：通过保持“适宜的流动性环境”，适度降低银行等金融机构资金成本，为“宽信用”提供激励仍是年内的政策基调。此外，临近年末，降准也有助于满足跨年和银行“开门红”等资金需求。

图1：短端市场利率与政策锚



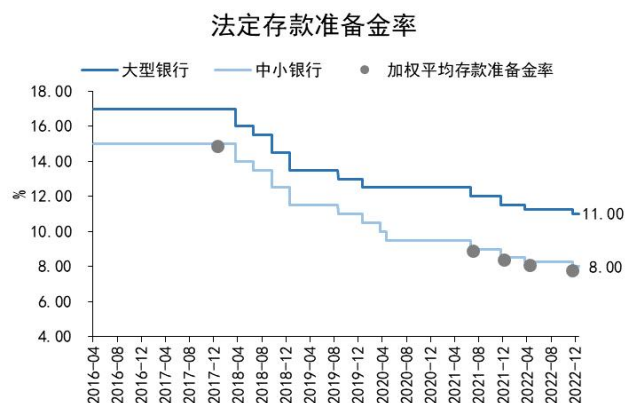
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：中期利率与政策锚



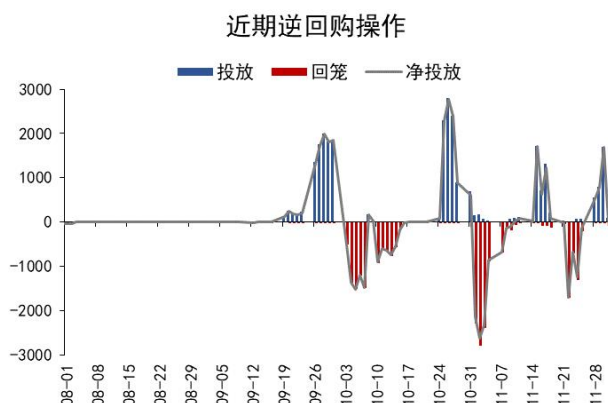
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：降准后金融机构加权平均准备金率降至 7.8%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：近期资金面波动较大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

下一步怎么看？

对于未来一到两个季度，我们认为货币政策有三个关注点：

一是 LPR 调降可期，单独调整 5 年期 LPR 概率更高。通过“降成本”激励“宽信用”是宏观政策逆周期调节的重要手段。本次降准释放长期资金约 5000 亿元，以 1.62% 的法准利率估算，可为商业银行每年节约 56 亿元左右的资金成本。

截至今年 10 月，市场存量信贷余额为 211.4 万亿元，本次降准直接对应的 LPR 调降幅度仅约为 0.3bp，尚不构成 LPR 全面调降的条件。但考虑到 9 月以来国有大行带头降低各期限存款利率 10-15bp，近期 5 年期 LPR 优先单独调降仍有可能。此外，从 1 年期与 5 年期 LPR 期限利差的角度看，自 2019 年 LPR 改革以来，5 年期 LPR 仍有此前累计“节约”的 5bp 空间。

二是结构性工具将承担更多“宽信用”职责。未来一段时间内我国经济回暖趋势仍不稳固，需要宏观政策予以支持。但从中期视角看，央行会格外珍视正常货币政策空间，总量操作将逐步向正常化回归。一方面，尽管近期美联储和欧央行激进加息的态势有所缓和，但在兼顾“内外平衡”的考量下，我国总量政策仍受到外部约束。另一方面，为实现“2035 远景目标”等长期规划，对我国未来经济增速提出了较高要求，因此节制的总量操作将为未来的政策预留更多空间。

三是尽管总量政策受到约束，明年上半年仍有再度降准可能。首先，明年上半年是我国经济筑底回升的关键时期，财政仍将“前置发力”。为配合提前批专项债发行，央行将创造适宜的流动性环境。其次，去年以来央行倾向于在“稳增长”时期通过降准置换到期 MLF，在避免大幅降低政策利率的同时稳定银行负债成本。降准频率约为 5-7 个月一次。再次，未来 25bp “小步伐”降准可能成为常态。央行在 2020 年提出“从我国历史上以及发展中国家情况看，6% 的存款准备金率是较低的水平”；此外，央行在降准公告中多次提及不含“已执行 5% 存款准备金率”的机构，均指向未来总体调降空间已较为有限。

流动性观察

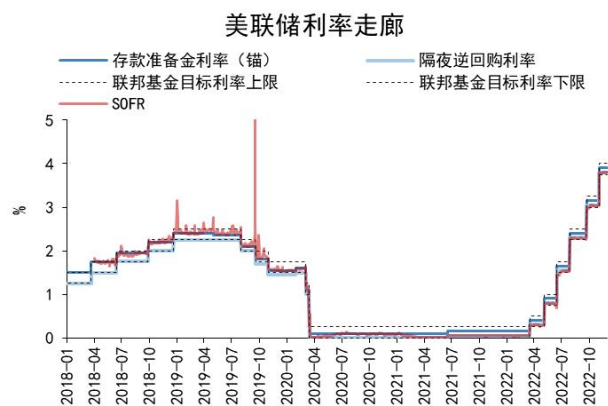
外部环境：美联储 12 月大概率加息 50bp

美联储

11 月 FOMC 加息 75bp 后，其两大管理利率——存款准备金利率（IORB）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于 3.90% 和 3.80%。上周五（11 月 25 日）SOFR 利率较前一周（11 月 18 日）保持 3.80% 不变。美联储主席鲍威尔 11 月 30 日在布鲁金斯学会(Brookings Institution)发言中暗示美联储 12 月 FOMC 可能选择加息 50bp。

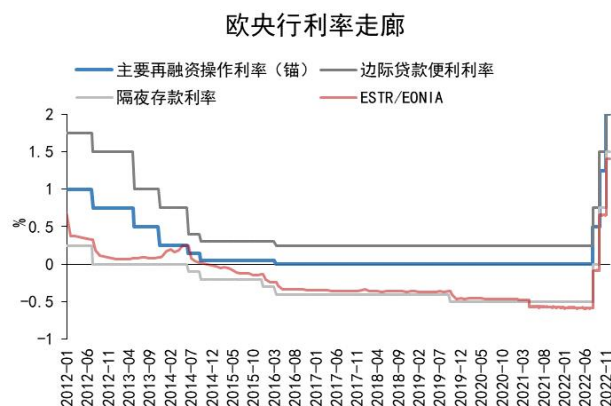
截至 11 月 21 日，美联储资产负债表规模为 8.62 万亿美元，较前一周（11 月 14 日）减少 42.3 亿美元，约为今年 4 月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.965 万亿）的 96.2%。

图5：美联储关键短端利率



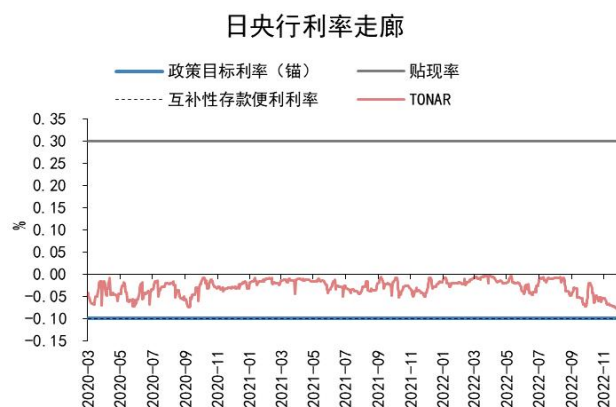
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：欧央行关键短端利率



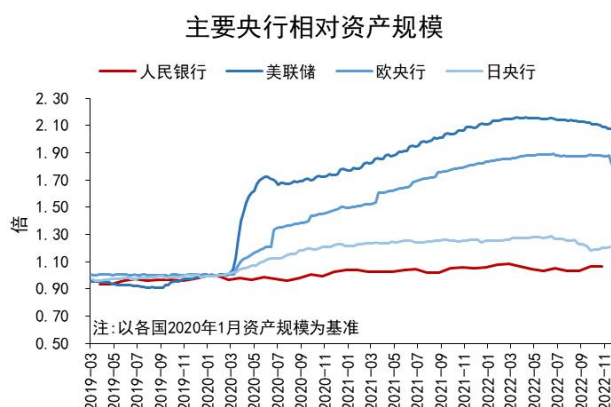
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：日央行关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：主要央行资产负债表相对变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

欧央行

欧央行 11 月加息后，三大关键利率：主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率将分别位于 2.00%、2.25% 和 1.5%。欧元短期利率（ESTR）上周五（11 月 25 日）较前一周（11 月 18 日）保持不变，位于 1.40%。

日央行

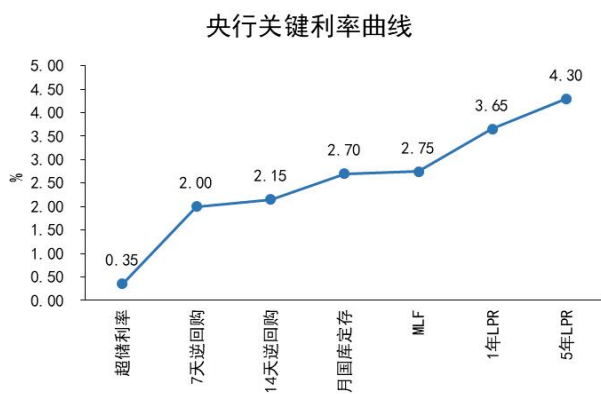
日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率将分别保持-0.1%、0.3% 和-0.1% 不变。此外，日本央行仍将继续“不限量”购买国债，将 10 年期日本国债收益率维持在 0% 附近。东京隔夜平均利率（TONAR）上周五（11 月 25 日）较前一周（11 月 18 日）下降 1bp，位于-0.08%。

国内利率：超短端走势分化

央行关键利率

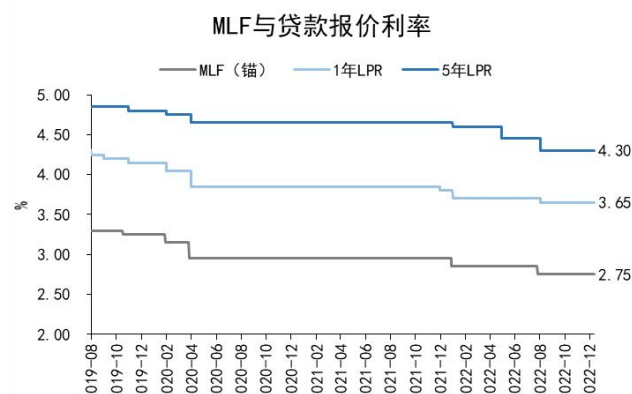
11 月 21 日，贷款市场报价利率（LPR）公布，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%，均与上月持平。央行其它关键利率无变化。

图9：央行关键利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：LPR 利率



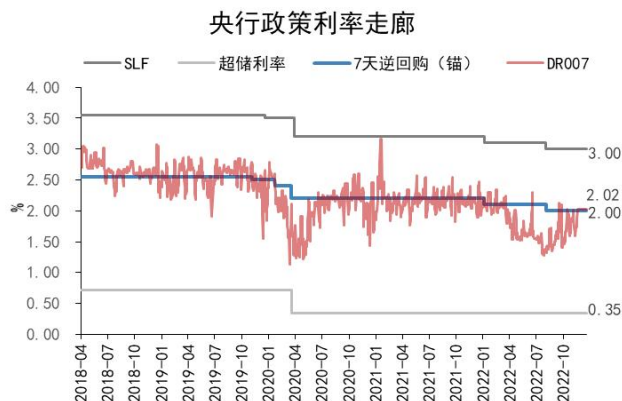
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场利率

短端利率方面，隔夜利率与七天利率走势分化。上周五（11 月 25 日）R001、DR001 与 GC001 较前一周（11 月 18 日）分别下降 26bp、29bp 和 26bp；而 R007、DR007、GC007 分别上升 25bp、1bp、25bp。

中长端利率方面，上周有所回落。上周五（11 月 25 日）国有行、股份行、城商行一年期存单发行利率较前一周（11 月 18 日）分别下降 7bp、15bp 和 1bp 至 2.38%、2.39% 和 2.68%。

图11: 短端市场利率与政策锚



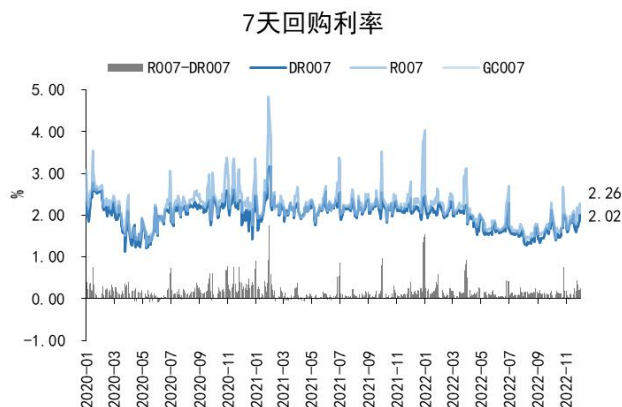
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 中期利率与政策锚



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 短端流动性分层观察



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 中长端流动性分层观察



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: SHIBOR 报价利率



图16: 中美利差



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_49621

