



Research and
Development Center

汇率与地产变局下的货币政策展望

2022年10月7日

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

汇率与地产变局下的货币政策展望

2022年10月7日

- **人民币汇率阶段性企稳。**最近一轮美元兑人民币汇率贬值，美元单边升值特征十分突出。美元指数飙升的根本原因在于美联储史诗级加息，一是相比其他主要经济体央行美联储加息更早、幅度更大。二是利率抬升加剧了欧洲经济的脆弱性，进一步构成美元升值的基础。三是外汇市场难免形成空头情绪。国庆节前美元兑人民币汇率触底反弹，未来或进入低位震荡阶段。首先央行频频出手稳汇率，有利于打压贬值预期。其次美债利率见顶回落，利差压力趋于缓解。同时美国经济陷入衰退后，美元需求或减弱。最后是中美经济基本面或再度扭转。
- **结合“定向降息”等地产刺激政策出台，央行短期内再降息可能性不大。**9月大部分城市房贷利率低至下限，多地放松限购限贷、调降首付比等。叠加季节性因素，地产销售小幅回暖，融资微弱改善。节前地产刺激政策重磅出台，包括放宽房贷利率下限、下调首套个人住房公积金贷款利率、适当加大“保交楼”专项借款力度、出台换房个税减免新政。从稳地产的角度出发，上述政策比通过降息引导房贷利率再降的方式更加直接，央行短期内再降息的可能性不大。
- **四季度是否有必要降准？**9月以来，银行间流动性从宽松格局转向收敛。体现在DR007显著回升至政策利率上方，同业存单净融资额大幅增加，以及8月超储率降至1%附近等。四季度来看，有多项影响流动性的因素值得关注，一是新增存款或趋于放缓，二是结构性货币政策工具的潜在作用，三是10月份存在一定规模的流动性缺口。针对上述问题，降准是较为理想的解决方式，形式上或为全面降准25bp+置换部分MLF。若降准预期落空，预计央行也会通过其他工具投放流动性，平滑资金面波动。
- **资产配置含义。**四季度依然是债市的友好窗口，原因在于，短期内利空债市的因素偏于出尽，包括地产政策出台后降息预期降温，美债收益率飙升和人民币汇率贬值压制交易情绪，以及跨季资金面波动等。节后资金面有望重回平稳，可进一步博弈货币宽松预期。股市方面，未来留抵退税对表内信贷的替代效应趋于消退，稳地产、发力基建、促实业等一系列政策落地，有望进一步提振需求，推动融资结构持续改善，属于积极信号。
- **风险因素：**疫情再度恶化，增量政策推出不及预期，美欧经济衰退。

目录

一、从汇率和地产角度理解央行降息空间	4
1.1 人民币汇率阶段性企稳	4
1.2 如何看待当前地产形势?	11
1.3 央行短期内再降息可能性不大	15
二、四季度是否有必要降准?	16
2.1 银行间流动性从宽松格局转向收敛	16
2.2 10月存在一定的资金缺口	18
2.3 降准可期,或以置换MLF形式落地	22
三、资产配置含义	23
风险因素	24

图目录

图 1: 8月中下旬以来一篮子汇率指数与美元对人民币汇率明显分化	4
图 2: 今年以来人民币较除美元以外主要货币汇率均呈现升值	4
图 3: 历史上美元指数和欧元兑美元汇率走势高度负相关	5
图 4: 今年以来欧元、日元、英镑兑美元汇率明显升值	5
图 5: 发达经济体央行中,美联储加息时点更早、幅度最猛	6
图 6: 今年一季度证券投资账户由此前顺差大幅转为逆差	6
图 7: 欧洲对能源商品的进口依赖度高,其中俄罗斯进口占比大	7
图 8: 8月欧盟成员国通胀数据仍主要由能源项拉动	7
图 9: 2021年欧元区边缘国家债务/GDP比例已明显超过2010年	8
图 10: 近期意德利差再度走阔	8
图 11: 交易情绪领先于美元指数	9
图 12: 远期市场隐含较强的人民币贬值预期	9
图 13: 即期汇率的中间价贡献与市场贡献拆分	10
图 14: 美元指数通常在经济衰退区间内见顶回落	10
图 15: 2022年8月以来多地房地产放松政策	11
图 16: 9月中下旬房地产销售小幅回暖	12
图 17: 8月企业房地产开发贷、个人按揭贷款微弱改善	12
图 18: 历史上房贷利率优惠力度较大的区间,个人住房贷款加权平均利率明显下行	13
图 19: 当前共23座城市符合放宽房贷利率下限要求	14
图 20: 8月债券市场境外持有量依然呈现为环比减少	15
图 21: 8月证券投资、其他投资依然呈现为逆差	16
图 22: 9月下旬DR007显著上升,重回政策利率上方	16
图 23: 同业存单收益率持续磨底	17
图 24: 9月同业存单净融资额大幅增加	17
图 25: 8月末超储率已降至1%附近	18
图 26: 经济活力明显回升之前,银行更多依靠同业渠道扩张信用	18
图 27: 今年1-8月新增存款明显高于往年同期	19
图 28: 留抵退税所剩无几	20
图 29: 各项结构性货币政策工具及实施细则	20
图 30: 2022年新增专项债限额接近使用完毕	21
图 31: 今年四季度MLF到期量较大	21
图 32: 10月税期特征十分明显	22
图 33: 8月末准备金缴存基数增速已接近12%	22
图 34: 货币宽松对于债市上涨有明显推动作用	23
图 35: 表外融资兴起领先于社融增速回升	23

一、从汇率和地产角度理解央行降息空间

1.1 人民币汇率阶段性企稳

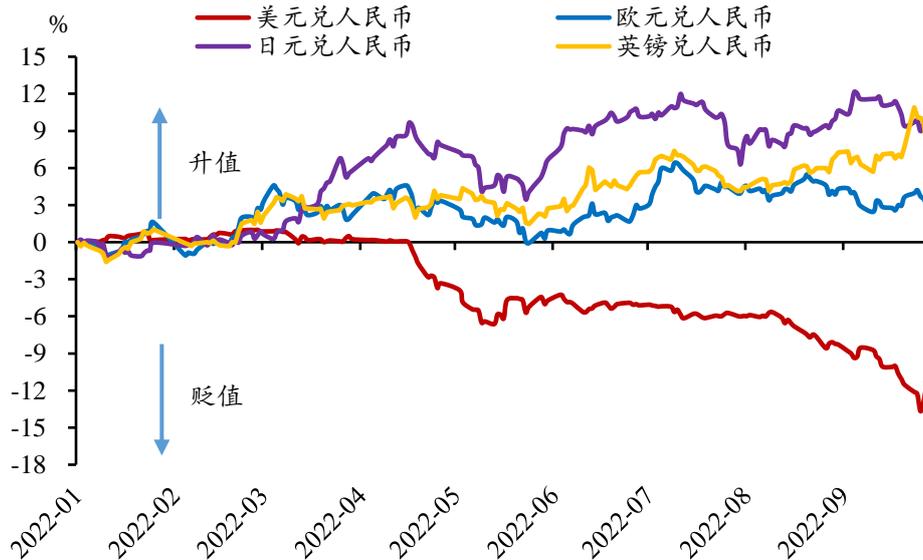
最近一轮美元兑人民币汇率贬值，主导因素在于美元单边升值。8月15日央行降低MLF利率后，美元兑人民币汇率出现新一轮贬值。9月以来美元兑人民币汇率接连跌破关键点位，15、16日，境内外人民币汇率交易价先后破7.0，28日进一步跌破7.20关口，收盘价录得7.25，创下2008年1月后新低。相比之下，参考一篮子货币的CFETS人民币汇率指数近期走势平稳，仍位于100点以上的较高位，基本持平2021年末水平。从主要币种兑人民币汇率上看，人民币主要较美元贬值较为明显，截至9月30日，今年以来美元兑人民币汇率贬值11.3%，欧元兑人民币汇率升值3.1%，日元兑人民币汇率升值10.7%，英镑兑人民币汇率升值7.8%，清晰反映出美元单边升值的特征。

图 1：8月中下旬以来一篮子汇率指数与美元对人民币汇率明显分化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：今年以来人民币较除美元以外主要货币汇率均呈现升值

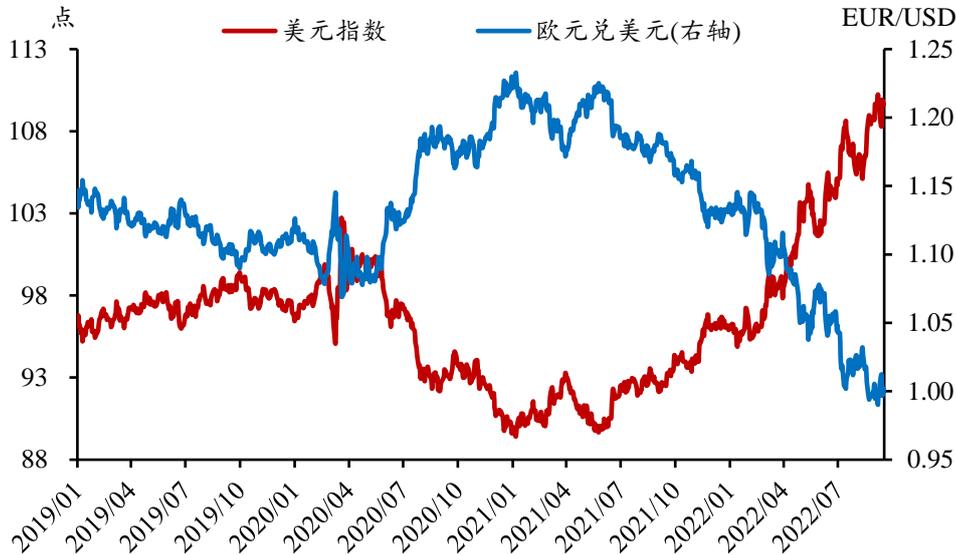


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

美元指数飙升的背后，是欧元、日元、英镑等主要币种接连走贬。1999年欧盟推出欧元后，美元指数中各项货

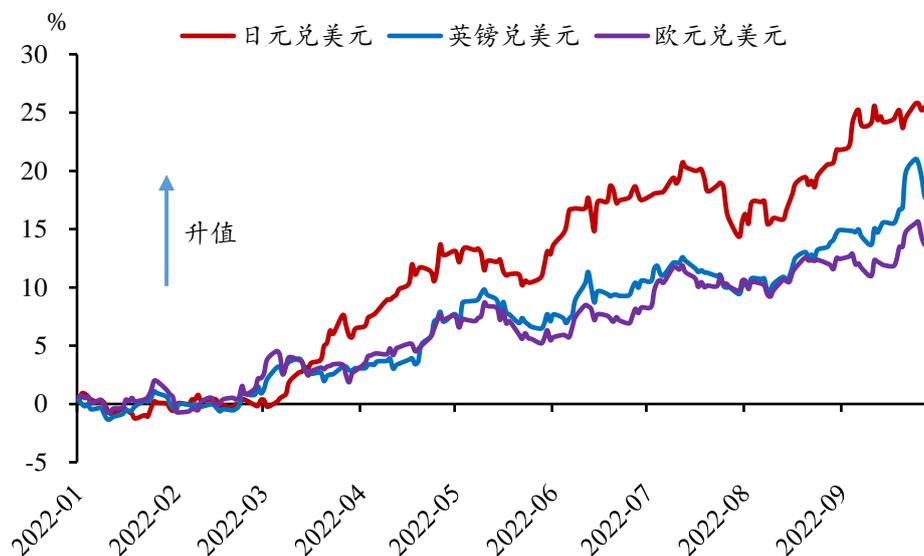
币权重未再做过调整，延续至今。其中欧元所占权重最高，为 57.6%，其余依次为日元 13.6%，英镑 11.9%，加元 9.1%，瑞典克朗 4.2%，瑞士法郎 3.6%。由于欧元在美元指数中占比最高，历史上美元指数和欧元兑美元汇率走势高度负相关。今年以来欧元贬值明显，实际有效汇率指数跌破 90 点关口，逼近 2017 年 2 月的前低水平。截至 9 月 30 日，欧元兑美元汇率较年初贬值 13.8%，日元、英镑的贬值幅度更大，分别为 25.8%、17.5%，直接推升了美元指数。

图 3：历史上美元指数和欧元兑美元汇率走势高度负相关



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：今年以来欧元、日元、英镑兑美元汇率明显升值



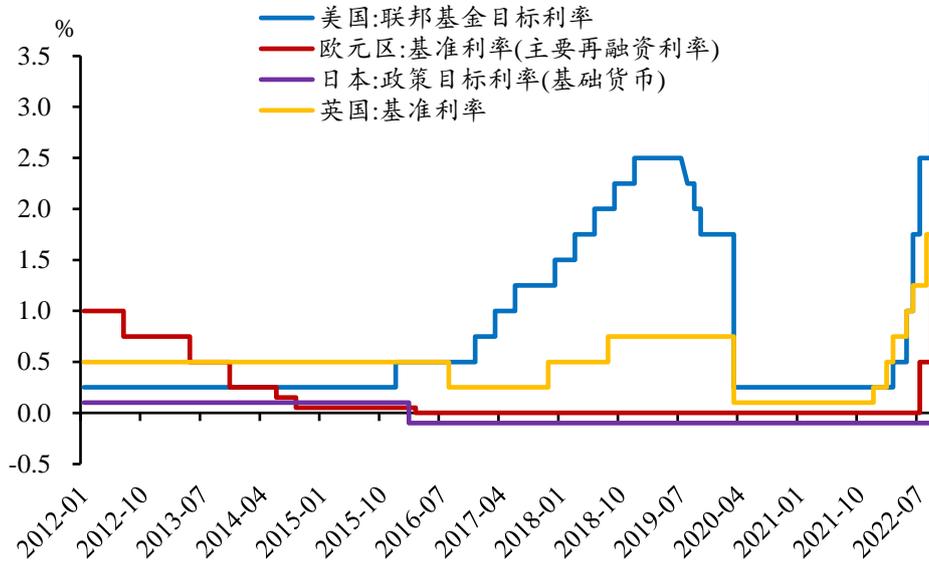
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

美联储史诗级加息是美元大幅升值的根本原因，在激进的加息路径下，人民币汇率的贬值压力不会消失。而在激进加息转为温和加息后，贬值压力可能明显缓解。

第一，在发达经济体央行中，美联储加息时点更早，幅度最猛。美联储在今年 3 月的议息会议上开启加息周期，仅英央行加息时点更早（2021 年 12 月），欧央行于今年 7 月末才开启加息，日央行则以低通胀为由坚持负利率。幅度上，美联储在 6、7、9 月议息会议上连续 3 次加息 75bp，大幅领先于其他发达经济体央行。

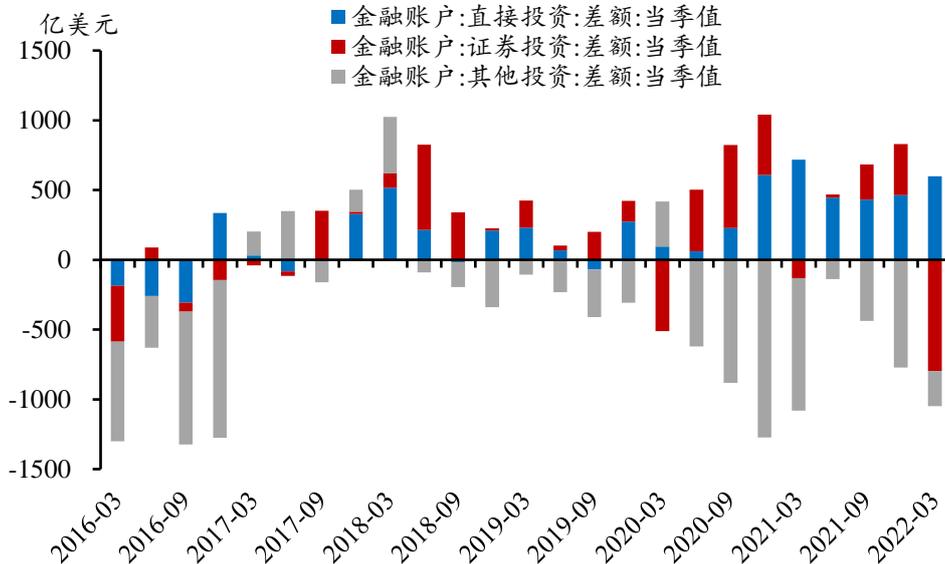
加息推升美债收益率，美国较其他经济体利差扩大，资本回流美国，推升美元汇率。利率平价理论能够很好地解释利差对于汇率的影响，其逻辑在于，利差驱动下，资金从低利率国家流向高利率国家以追求更高收益，使得高利率国家货币趋于升值，低利率国家货币则趋于贬值。体现在国际收支当中，主要是金融账户中的直接投资、证券投资和其他投资等项目受利差的影响较大。以中国为例，2020年至2021年末，中国经济率先从疫情中复苏，对外资吸引力增强，直接投资顺差增加、证券投资维持顺差。2022年3月中美利差快速收窄，4月发生倒挂，证券投资转为逆差，明显加剧了人民币汇率的贬值压力。

图 5：发达经济体央行中，美联储加息时点更早、幅度最猛



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：今年一季度证券投资账户由此前顺差大幅转为逆差



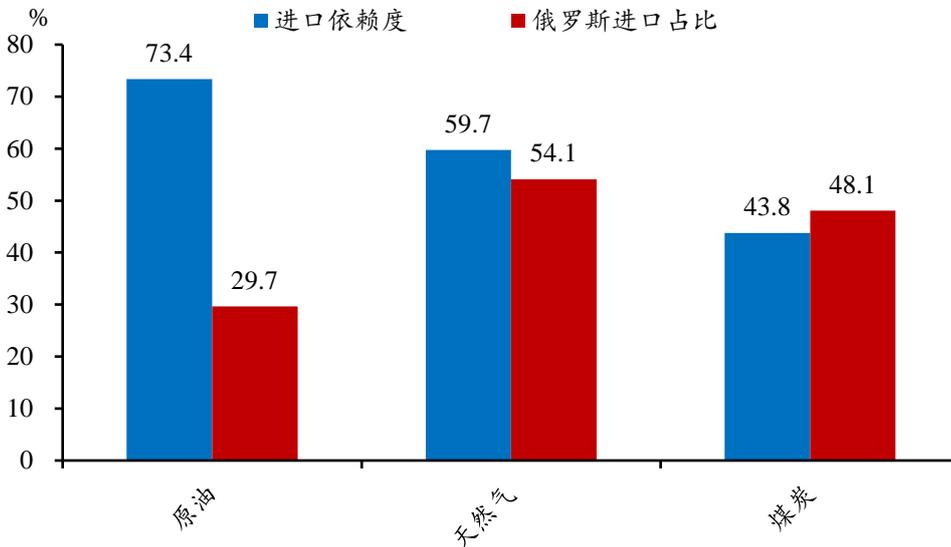
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，利率抬升加剧了欧洲经济的脆弱性，进一步构成美元升值的基础。

欧洲经济正面临能源危机、通胀高企、货币收紧的三重冲击。在过去，俄罗斯所生产的廉价能源商品是欧洲工业体系和民生的关键一环。根据 bp 最新发布的全球能源统计报告，2021 年欧洲对原油、天然气、煤炭三大基础能源的进口依赖度分别高达 73.4%、59.7%、43.8%，其中来自俄罗斯的进口占比分别达到 29.7%、54.1%和 48.1%，

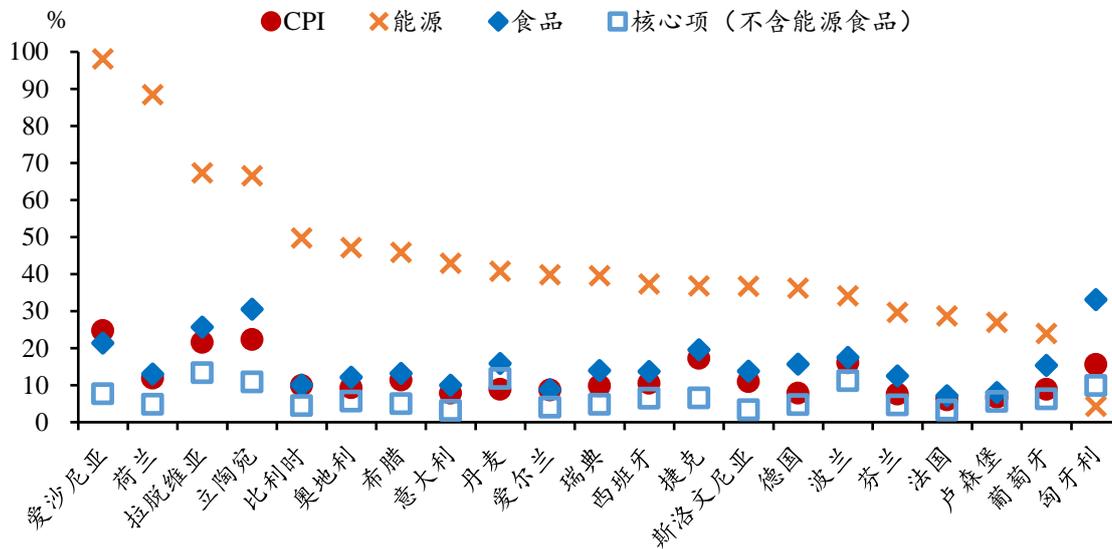
足以说明俄罗斯能源供应对于欧洲的重要性。但自俄乌冲突以来，各方制裁与反制裁持续升温，欧洲能源供应陷入危机，直接推升了欧洲的通胀压力。8月份欧盟27国CPI同比再创新高，录得10.1%，较前值上升0.3个百分点。主要欧洲国家中，德国、意大利CPI同比仍处于上行通道，法国、英国的8月CPI同比小幅回落，但仍位于40年来高点附近。根据OECD公布的欧盟成员国通胀数据，绝大多数国家的能源项通胀增幅均高于食品项和核心项。受困于严峻的通胀形势，欧洲主要国家央行不得不跟随美联储开启加息，9月14日欧央行大幅加息75bp至1.25%，9月22日英国央行将基准利率调高50bp至2.25%。

图 7：欧洲对能源商品的进口依赖度高，其中俄罗斯进口占比大



资料来源: bp, 信达证券研发中心

图 8：8月欧盟成员国通胀数据仍主要由能源项拉动

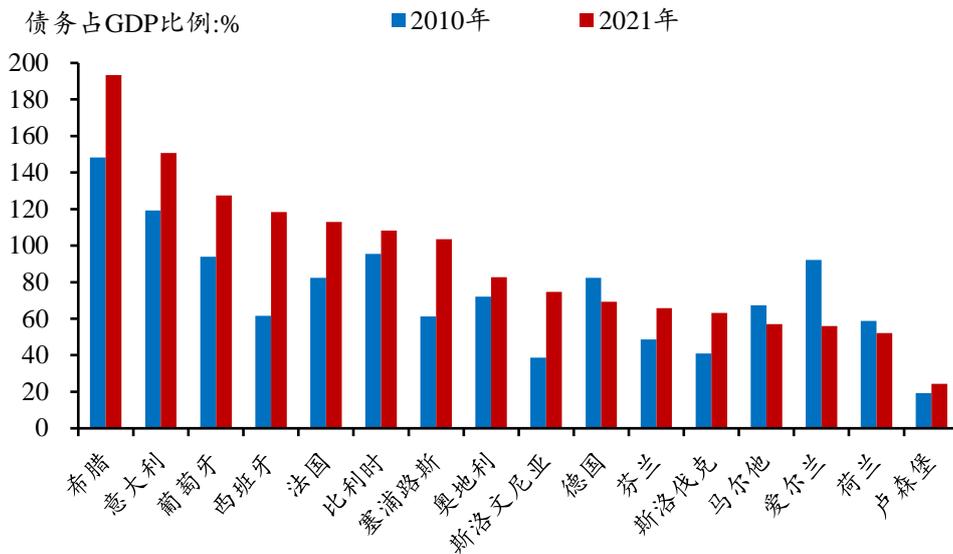


资料来源: OECD, 信达证券研发中心

在债务与经济下行压力下，欧洲国家跟进加息也无法扭转货币贬值趋势。欧央行、英央行跟随美联储大幅加息后，国债利率抬升、利差压力缓解，但欧元和英镑兑美元汇率不升反贬。原因在于，欧洲受地缘政治冲突的影响更直接，能源主导的输入性通胀更顽固，经济存在更大的下行压力。9月欧元区综合PMI录得48.2%，创2021年1月后新低，连续第三个月出现萎缩。激进加息甚至还会导致“欧债危机”升温，从债务占GDP比例上看，2021年希腊、意大利、葡萄牙、西班牙等欧元区边缘国家债务/GDP比例已超过2010年。近期意德利差再度走阔，不断逼

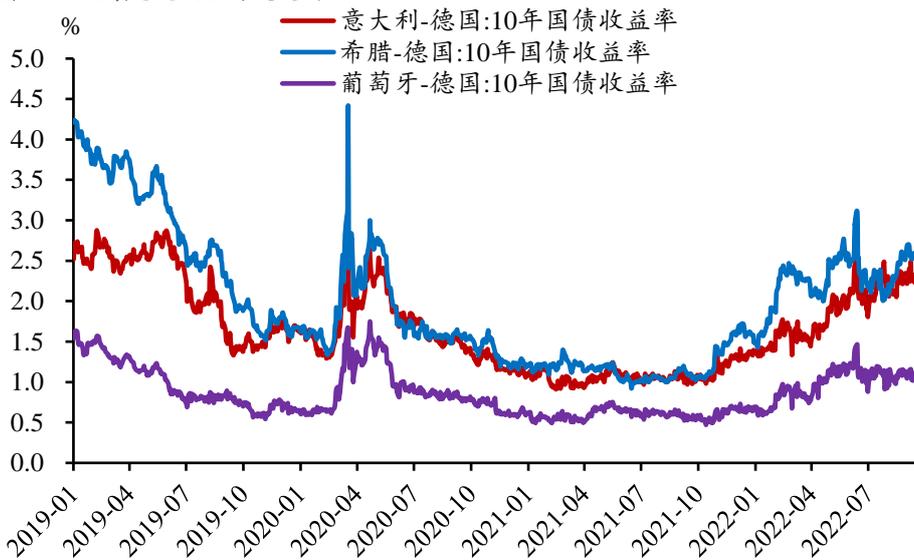
近 250 个基点的历史“危险区域”，其他欧洲边缘国家包括西班牙、希腊等较德国国债利差也有不同程度扩大。受困于此，欧洲一度陷入“越加息越贬值”的尴尬境地。

图 9：2021 年欧元区边缘国家债务/GDP 比例已明显超过 2010 年



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

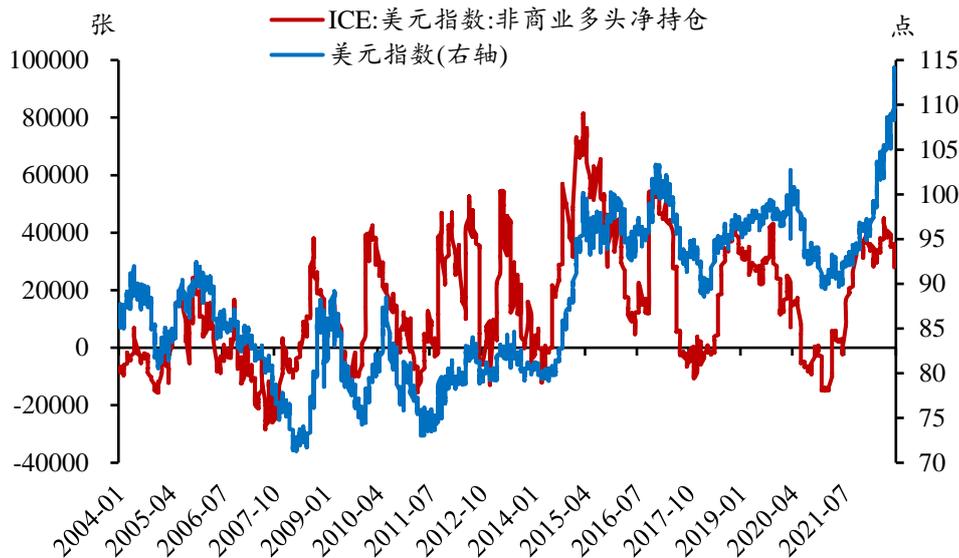
图 10：近期意德利差再度走阔



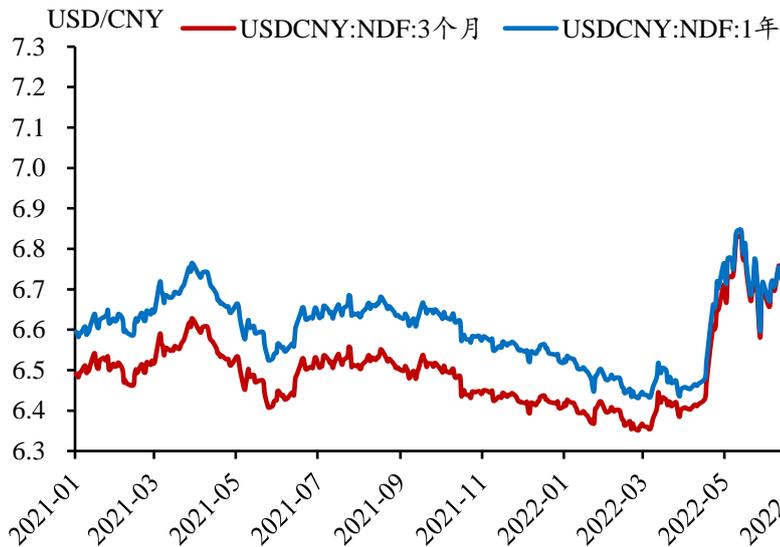
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第三，外汇市场难免形成空头情绪。美联储在 9 月议息会议上释放了很强的鹰派信号，点阵图显示年内两次会议将再加息 1.25 个百分点，2023 年或继续加息并将基准利率维持在今年水平以上，浇灭了市场关于 2023 年降息的幻想（详见 9 月 22 日报告《言出必行，美联储正在重塑公信力》）。市场加息预期因此大幅升温，9 月 27 日，2 年期美债收益率破 4.3%，10 年期美债收益率盘中破 4%。体现在交易层面，美元指数多头情绪处于历史高位，远期市场隐含较强的人民币贬值预期，最新 3 月期和 1 年期 NDF 分别贬破 7.1 和 7.0。

需要注意的是，美元指数非商业多头净持仓已呈现冲高回落迹象。美元指数非商业多头净持仓可用于衡量外汇投机行为，可作为美元指数的领先指标，历史上二者有很强的相关性（如图 11）。这至少说明，支撑美元指数继续上行的交易情绪已开始降温。

图 11：交易情绪领先于美元指数


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12：远期市场隐含较强的人民币贬值预期


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

美元兑人民币汇率贬值或告一段落，后续可能进入低位震荡阶段。

1) 央行频频出手稳汇率，有利于打压贬值预期。9月5日，央行决定于9月15日起下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行8%下调至6%。9月26日，央行决定将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0上调至20%。9月28日，全国外汇市场自律机制电视会议召开，会议强调“外汇市场事关重大，保持稳定是第一要义”，直白指出“汇率的点位是测不准的，双向浮动是常态，不要赌人民币汇率单边升值或贬值，久赌必输”。此外，9月人民币贬值预期发酵以来，中间价往升值方向累计贡献超9000基点，同样释放了明确的稳汇率信号。9月29日，美元兑人民币在岸价重回7.20下方。

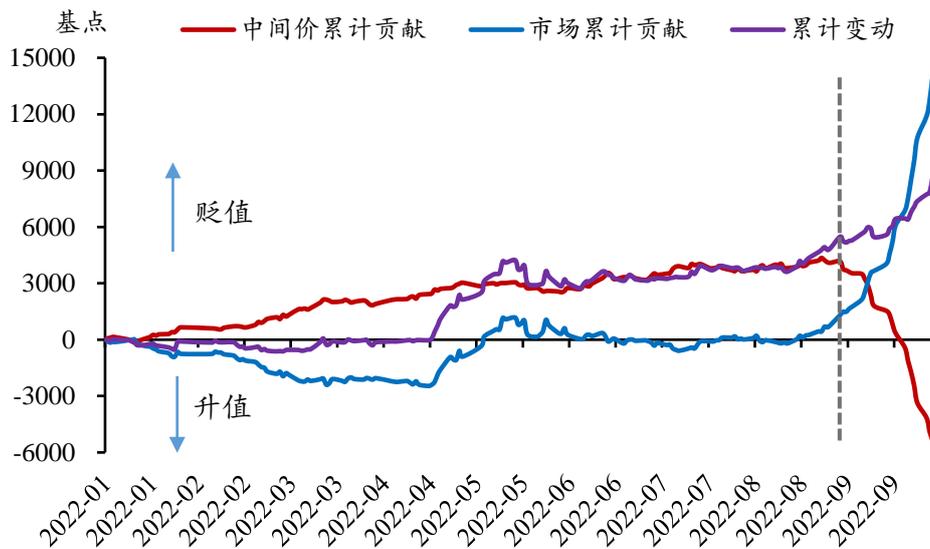
2) 美债利率见顶回落，利差压力趋于缓解。8月杰克逊霍尔会议以及9月议息以来，美债收益率飙升，10年期高点一度破4%，中美利差倒挂加深。这轮走势主要反映美联储鹰派指引，点阵图显示2022年基准利率将升至4.25-4.50%，2023年或进一步升至4.5%以上。2年期美债收益率一度升至4.3%，到这个位置上已经基本反映完

毕。9月28日10年期美债收益率大幅回落至3.72%，后续或维持高位震荡，中美利差进一步扩大的压力趋于缓解。

3) 中美经济基本面或再度扭转。美联储鹰派加息的同时，大幅下调了经济增长预期。9月议息会议上，美联储将2022年实际GDP增速预测下调至0.2%，2023年下调至1.2%，远低于1.8%的长期目标。2023年失业率预测大幅调高至4.4%，较6月预测高出0.5个百分点。相比之下，中国经济修复斜率向上，或再度具备比较优势。

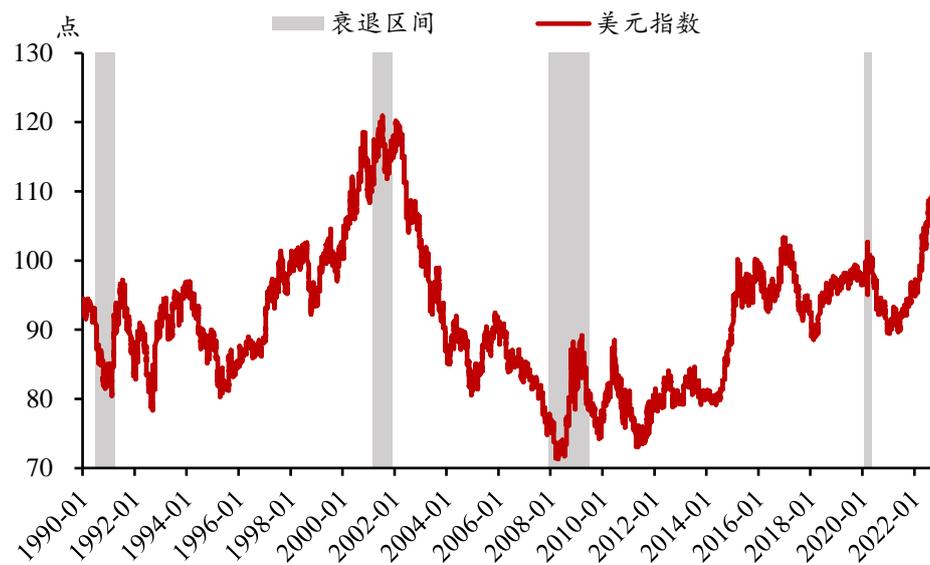
4) 美国经济陷入衰退后，美元需求或减弱。美元需求受到美国经济在全球中的相对位置影响，在美联储加息的早期阶段，美国经济具有一定韧性，同时全球风险偏好下降，资金出于避险需求将增加对于美元资产的配置。而当美国经济进一步放缓，甚至陷入衰退后，美元需求或再度回落。参考图14，基于90年代以来的历史表现，美元指数通常在经济衰退区间内见顶回落。

图 13：即期汇率的中间价贡献与市场贡献拆分



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14：美元指数通常在经济衰退区间内见顶回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 如何看待当前地产形势？

9月大部分城市房贷利率低至下限，多地放松限购限贷、调降首付比等。8月22日LPR调降15bp至4.30%，根据贝壳研究院发布的百城房贷利率数据，9月份以来已有86城房贷利率低至首套4.10%、二套4.90%的下限水平。

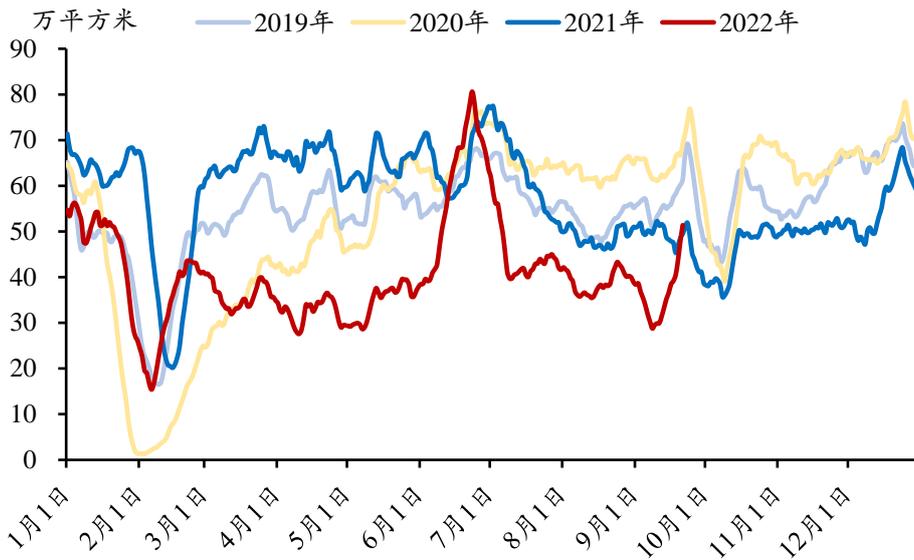
“因城施策”导向下，各地地产相关政策的放松、调整仍在继续。9月份以来，青岛、杭州等地放宽限购政策，郑州等地“保交楼”持续推进，22日银保监会披露国开行已向沈阳市支付全国首笔“保交楼”专项借款。

图 15：2022 年 8 月以来多地房地产放松政策

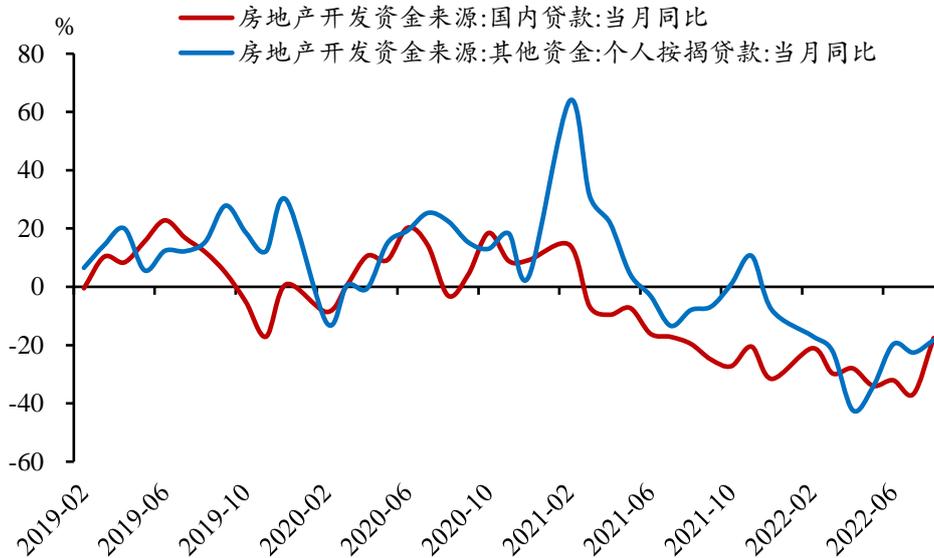
文件名称	时间	省市	主要内容	类型
《多措并举提升老年家庭居住品质营造全龄友好型社区》	2022年8月4日	北京	符合条件的老年家庭，购买试点项目140平方米以下住房的，按首套房首付比例35%、二套房首付比例60%执行，其子女可作为共同借款人申请贷款。	下调首付比例、优化限贷
《福州市限购区域调整差别化住房信贷政策实施细则》	2022年8月16日	福州	符合条件的个人，住房贷款首付比例由50%调整为40%。此外，满足特定条件的个人，住房贷款首付比例由40%下调为30%	下调首付比例
《贵阳市住房公积金管理委员会关于印发贵阳贵安住房公积金促进房地产业良性循环和健康发展的若干措施的通知》	2022年8月30日	贵阳	推出公积金“又提又贷”支持缴存职工充分使用公积金购房，对同一套住房，职工可在提取住房公积金追加首付后，申请住房公积金个人住房贷款。	优化公积金使用范围
《南宁住房公积金个人住房贷款管理实施细则》	2022年8月31日	南宁	符合条件的职工购买首套及首次申请住房公积金贷款，住房公积金最高贷款额度80万元，第二套住房公积金最高贷款额度70万元。	提高公积金贷款额度
《石家庄住房公积金管理委员会关于进一步拓展住房公积金阶段性支持政策的通知》	2022年9月6日	石家庄	降低贷款首付比例，在桥西区等五区购首套或二套房最低首付比例为30%，在其他区域最低首付比例20%。	下调首付比例
《市动态完善房地产政策的通知》	2022年9月15日	青岛	对限购区域内新建商品住房，本地居民限购2套，二孩、三孩家庭可增购1套，外地居民居住满半年可限购1套。	放宽限购政策
《市住房城乡建设委等7部门关于进一步完善房地产调控政策促进房地产业健康发展的通知》	2022年9月16日	天津	符合条件的居民家庭，住房贷款购买首套住房的，首付款比例最低为30%。符合条件的居民家庭购买第二套住房的，首付款比例最低为40%。	优化住房贷款首付比例
《郑州将实施“保交楼”项目“交房即发证”》	2022年9月21日	郑州	确保在交房时资料齐全申请办理不动产登记的购房人能当天拿到不动产权证。同时，限购区内二套房贷款首付比例降至40%的通知。	“保交楼”，下调首付比例
《银保监会：国开行已向沈阳市支付全国首笔“保交楼”专项借款》	2022年9月22日	沈阳	国家开发银行已向辽宁省沈阳市支付全国首笔“保交楼”专项借款，支持辽宁“保交楼”项目。	“保交楼”专项借款
《“创新驱动转型、人才引领发展”专项行动的若干意见》	2022年9月28日	杭州萧山区	符合条件的家庭，可在本区义桥等镇街购买住房。符合条件的本市户籍家庭在本区上述镇街购买第二套住房不受落户满五年的限制。	放宽限购政策

资料来源：各地方政府等，信达证券研发中心整理

政策支撑下，房地产销售小幅回暖，融资微弱改善。9月中旬以来，30城地产销售边际回暖，除与政策刺激有关外，主要还受到季节性因素的影响，比如季末房企集中推盘等。此外房地产融资数据有所改善，8月企业开发贷和个人按揭贷款当月同比仍处负区间，但分别较前月上修19.2和4.3个百分点。但从新开工数据上看，地产投资意愿仍旧低迷，8月房屋新开工面积当月同比减少45.7%，累计同比下探至-37.2%。总体而言，房地产下行风险依然不容乐观。

图 16: 9月中下旬房地产销售小幅回暖


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 17: 8月企业房地产开发贷、个人按揭贷款微弱改善


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

央行、银保监会发布重磅政策，阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限。9月29日，人民银行、银保监会发布通知，决定阶段性调整差异化住房信贷政策。对于2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在2022年底前，阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。基于70个大中城市新建商品住宅价格指数，当前共有23个城市符合上述要求，我们在报告《五年期LPR降幅还远远不够》中对历史上房贷利率放松政策做了详细梳理，2008年11月、2014年9月均曾推出过房贷利率7折优惠，期间个人住房贷款加权平均利率明显下行。央行、银保监会此举一出，5月份出台的《调整差异化住房信贷政策》中房贷利率下限为5年期LPR减20基点的限制被打开，效果相当于“定向降息”。

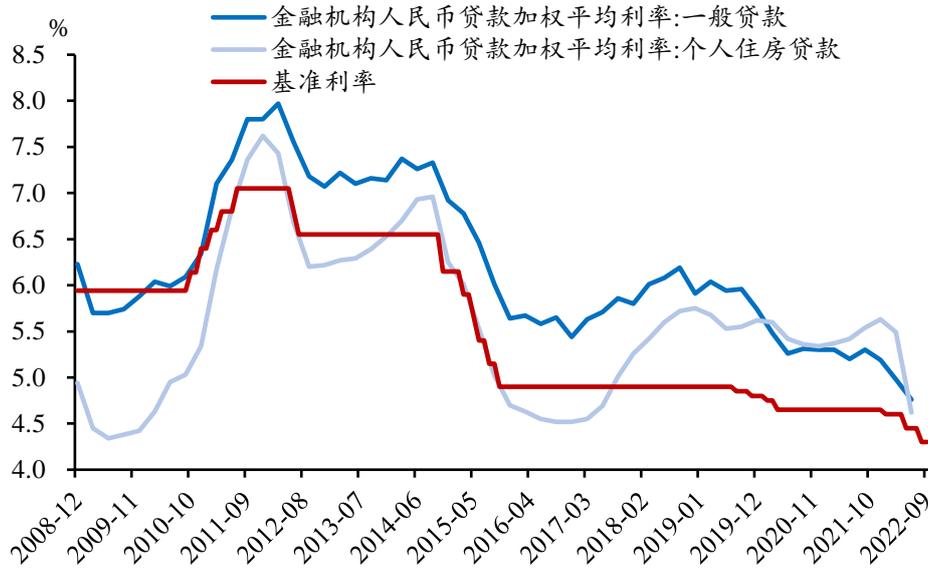
不仅如此，央行还决定下调首套个人住房公积金贷款利率。9月30日央行发布公告，自2022年10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下(含5年)和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即5年以下(含5年)和5年以上利率分别不低于3.025%和3.575%。

第三季度货政例会定调视需要适当加大“保交楼”专项借款力度。同样是9月29日，央行发布第三季度货政例会纪要。在前期2000亿“保交楼”专项借款的基础上，会议提出推动“保交楼”专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持。

财政部出台换房个税减免新政。9月30日，财政部、税务总局发布关于支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告。自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。其中，新购住房金额大于或等于现住房转让金额的，全部退还已缴纳的个人所得税；新购住房金额小于现住房转让金额的，按新购住房金额占现住房转让金额的比例退还出售现住房已缴纳的个人所得税。

节前地产刺激政策接连出台，可见政策面“稳地产”的决心之大。随着政策落地，地产销售有进一步回暖的倾向，居民对于房价的悲观预期、房企所面临的流动性困局都有望缓解。

图 18：历史上房贷利率优惠力度较大的区间，个人住房贷款加权平均利率明显下行



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19：当前共 23 座城市符合放宽房贷利率下限要求

城市	新建商品住宅价格指数:环比 (%)			新建商品住宅价格指数:同比 (%)		
	2022-06	2022-07	2022-08	2022-06	2022-07	2022-08
天津	-0.20	-0.60	-0.40	-2.40	-3.50	-4.20
石家庄	-0.20	-0.30	-0.50	-3.10	-3.60	-3.70
大连	-0.30	-0.10	-0.20	-1.50	-2.20	-3.00
哈尔滨	-0.60	-0.20	-0.50	-6.80	-7.00	-7.20
武汉	-0.40	-0.20	-1.30	-2.90	-3.70	-5.30
贵阳	-0.20	-0.30	-0.10	-1.30	-2.10	-2.20
昆明	-0.20	-0.50	-0.40	-2.90	-2.80	-2.80
兰州	-0.50	-0.60	-1.00	-3.30	-4.20	-5.00
秦皇岛	-1.00	-0.60	-0.50	-6.00	-6.40	-6.40
包头	-0.40	-0.10	-0.60	-3.70	-4.00	-4.70
温州	-0.60	-0.70	-0.40	-1.30	-2.50	-3.10
安庆	-0.40	-1.00	-0.40	-2.70	-3.60	-4.00
泉州	-0.60	-0.50	-1.00	-1.90	-3.00	-4.20
济宁	-0.40	-0.30	-0.80	-1.40	-2.40	-3.20
宜昌	-1.50	-0.40	-0.20	-3.00	-4.00	-4.10
襄阳	-0.20	-0.10	-0.40	-4.00	-4.50	-5.30
岳阳	-1.60	-0.50	-0.50	-7.10	-7.00	-7.10
常德	-0.20	-0.80	-0.60	-5.10	-5.70	-6.00
湛江	-0.70	-0.60	-1.20	-7.00	-8.00	-8.90
桂林	-0.10	-0.50	-0.70	-3.60	-3.80	-4.10
北海	-1.00	-1.30	-1.40	-7.40	-8.80	-10.10
泸州	-0.50	-0.20	-0.50	-6.30	-6.30	-6.60
大理	-1.00	-0.80	-0.10	-6.30	-6.60	-6.90
金华	-0.30	-0.40	-0.40	0.80	0.10	-0.60
乌鲁木齐	-0.20	-0.20	-0.10	2.90	2.30	1.40
长春	-0.70	-0.30	0.20	-0.70	-1.20	-1.30
呼和浩特	-0.40	0.30	-1.00	-2.30	-2.00	-3.20
郑州	-0.20	0.30	-0.40	-3.40	-3.60	-3.80
唐山	-0.70	0.20	-0.60	-2.30	-1.80	-1.70
扬州	-0.30	0.80	-0.30	-4.20	-4.00	-4.30
九江	-0.40	0.40	-0.20	-2.70	-2.80	-3.20
洛阳	-0.30	0.10	-0.30	-2.20	-2.60	-3.40
平顶山	-0.10	0.10	-0.40	-1.30	-1.10	-1.90
南充	-0.20	0.20	-0.60	-6.30	-5.80	-5.80
韶关	-0.50	0.20	0.20	-4.20	-3.60	-3.80
南昌	-0.60	0.80	0.10	0.30	0.90	0.80
海口	-0.20	0.30	0.20	1.50	0.80	0.70
三亚	-0.40	0.30	0.00	1.80	1.60	1.40
太原	0.10	-0.40	-0.50	-4.00	-4.30	-4.50
沈阳	0.10	-0.40	-0.80	-2.40	-3.20	-4.20
厦门	0.50	-0.40	-0.60	-0.60	-1.40	-2.40
南宁	0.10	-1.00	-0.70	-0.80	-2.00	-2.30
丹东	0.00	-0.80	-0.40	-2.40	-3.50	-4.10
锦州	0.20	-0.20	-0.30	-0.60	-1.10	-1.60
吉林	0.10	-1.00	-0.70	-0.40	-1.90	-2.80
蚌埠	0.20	-0.50	-0.10	-1.10	-2.00	-2.50
遵义	0.50	-0.30	-0.30	-2.00	-1.70	-1.90
深圳	0.20	-0.20	-0.40	3.60	3.00	1.60
烟台	0.20	-0.40	0.10	-2.10	-3.00	-2.80
宁波	0.10	-0.20	0.30	0.80	0.30	0.30
青岛	0.60	-0.20	0.30	1.90	0.80	0.30
无锡	0.20	-0.40	0.40	1.60	0.40	0.50
福州	0.30	0.40	-0.50	-0.40	-0.30	-1.00
西宁	0.40	0.10	-0.40	-2.50	-3.10	-4.00
惠州	0.20	0.20	-0.20	-2.30	-2.10	-2.00
徐州	0.50	0.10	-0.40	0.00	-0.20	-0.70
广州	0.30	0.30	-0.20	0.30	0.40	0.30
重庆	0.40	0.40	-1.10	3.40	3.10	1.20
赣州	0.40	0.10	-0.40	1.10	1.30	1.00
牡丹江	0.30	0.20	0.10	-2.90	-2.60	-2.90
合肥	0.50	0.70	0.30	-0.30	0.30	0.40
北京	0.80	0.50	0.40	5.80	5.50	5.80
上海	0.50	0.50	0.60	3.40	3.50	3.70
南京	0.40	0.30	0.40	0.60	0.60	0.90
杭州	1.00	0.70	0.40	6.30	6.60	6.50
济南	0.30	0.40	0.20	1.70	1.40	1.00
长沙	0.40	0.10	0.30	3.90	3.20	3.00
成都	1.30	1.00	0.40	4.50	5.10	5.30
西安	0.30	0.60	0.10	4.20	4.10	3.60
银川	0.10	0.50	0.40	4.70	4.20	4.30

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.3 央行短期内再降息可能性不大

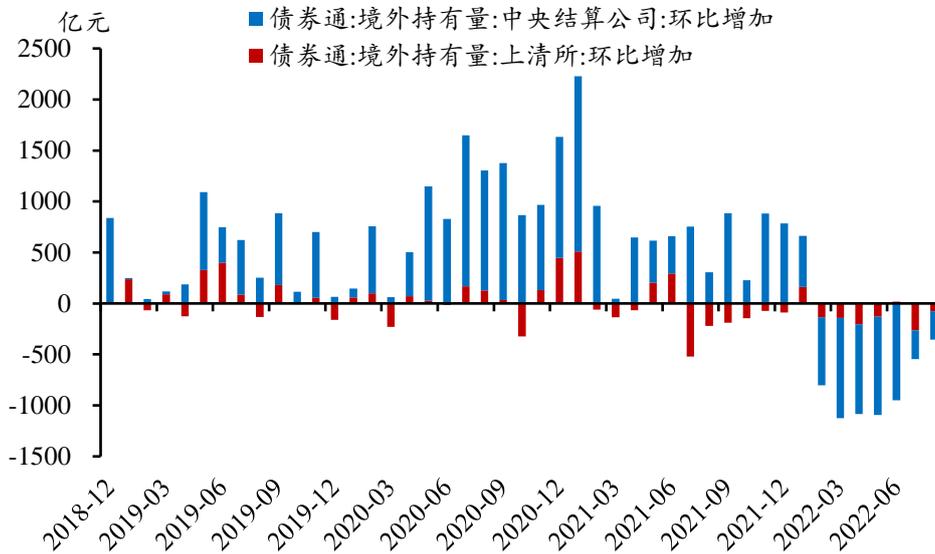
在人民币汇率贬值和地产下行风险蔓延的时期，稳汇率或地产似乎只能“二选一”，央行必须有所取舍。我们在报告《五年期 LPR 降幅还远远不够》中提出，从稳地产的角度出发，LPR 仍有再降的必要。但在不降 MLF 利率的情形下，LPR 下行空间十分有限。随着放宽房贷利率下限等一系列刺激政策落地，央行短期内再降息可能性不大。

当前点位上，汇率仍将约束央行降息空间。

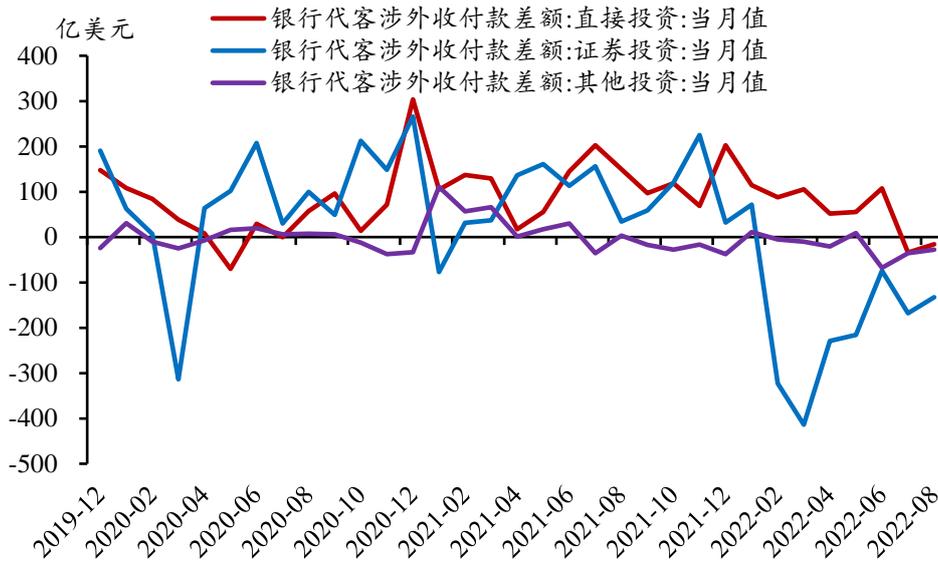
一是防止市场重燃汇率贬值预期。如前文所述，9 月份以来央行频频出手稳汇率，花费大量力气以引导市场预期。9 月 29 日美元兑人民币汇率阶段性企稳，在岸价一度收复至 7.12。未来一段时间内，人民币汇率的贬值压力依然存在，央行再降息容易再度加剧外汇市场波动，弱化此前预期引导所取得的积极成效。

二是资本外流压力不可小觑。从近几个月的高频数据来看，中美利差倒挂局面下，资本流出压力依然存在。一是 8 月债券市场境外持有量环比减少 354 亿元（上清所和中央结算公司合计），连续第七个月减持。二是从银行代客收付款差额上看，8 月证券投资、其他投资依然呈现为逆差。此前多数时期维持顺差的直接投资项，也从 7 月份以来连续转为逆差。

图 20：8 月债券市场境外持有量依然呈现为环比减少



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

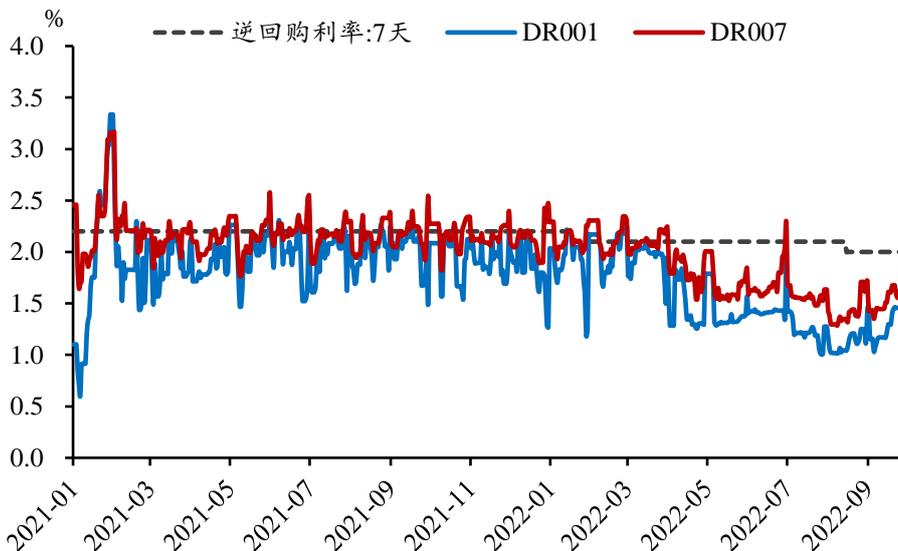
图 21：8 月证券投资、其他投资依然呈现为逆差


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、四季度是否有必要降准？

2.1 银行间流动性从宽松格局转向收敛

9 月下旬 DR007 显著上升，重回政策利率上方。与 8 月下旬相类似，9 月下旬资金利率出现显著波动。一是 DR007 大幅上升，29 日录得 2.13%，时隔三个月再次升至 7 天逆回购利率上方。DR001 自月初以来持续上行，月末重回 0.91% 的低位水平。与此同时，央行于 9 月 19 日重启 14 天逆回购，至 30 日期间累计投放规模达 4470 亿。这些变化一方面反映了跨季因素的影响，十一长假前夕，市场对于跨节、跨季的资金需求增加。另一方面显示出银行间流动性正逐步向常态水平回归。

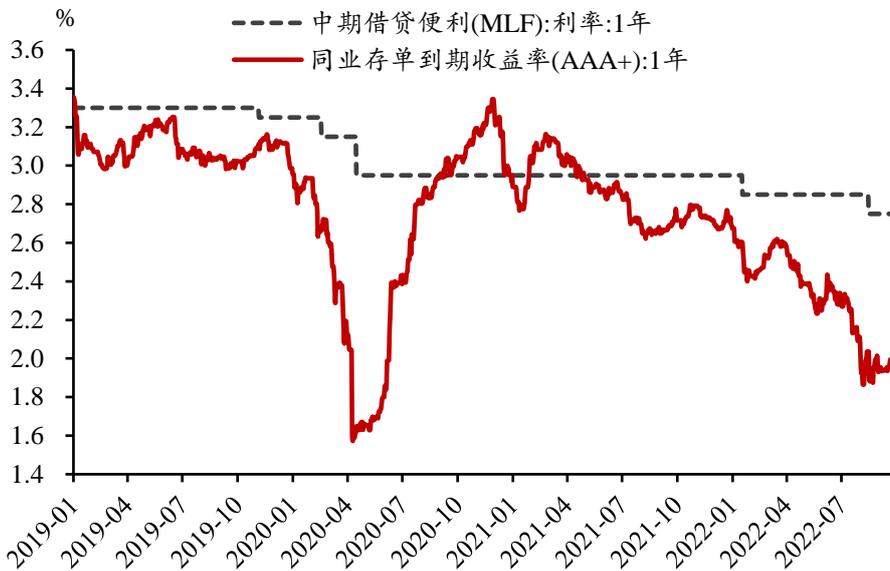
图 22：9 月下旬 DR007 显著上升，重回政策利率上方


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

同业存单净融资额大幅增加，同业存单收益率持续磨底。9 月同业存单供给明显增加，总发行量较上月增加 2645 亿，净融资额大幅转正至近 5000 亿，反映出银行的资金需求上升，进而增加了主动负债。同时市场对于同业存单的配置需求依然存在，我们在报告《流动性变局的逻辑——基于存差和同业存单的视角》中系统论证了同业存

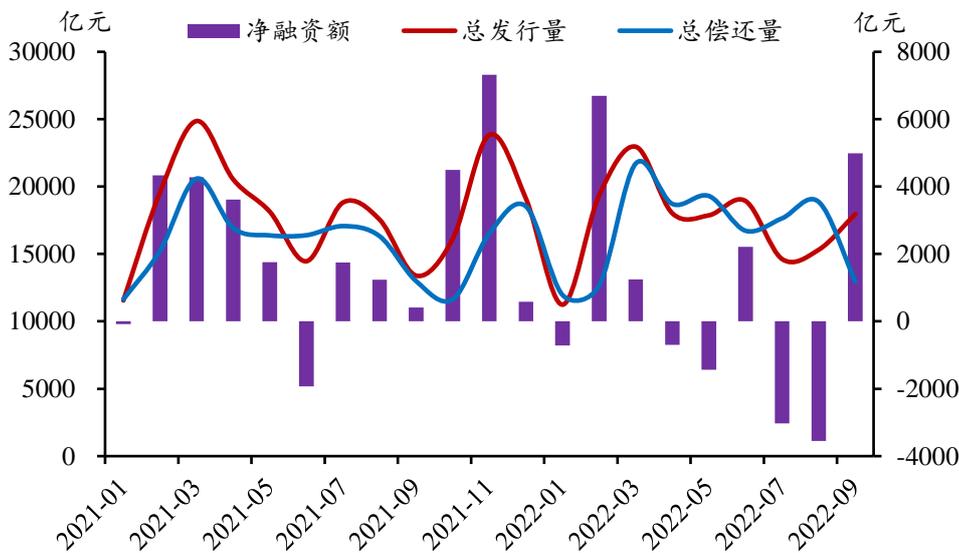
单在一、二级市场上的变化逻辑，今年以来银行间流动性宽松、银行流动性监管指标改善，银行同业投资增长较快，从而使得同业存单收益率维持低位，加剧了较 MLF 利率的偏离幅度。9 月份以来，同业存单收益率不再呈现较 MLF 利率进一步下行的趋势，多数时间在 2% 的低位水平附近震荡，月末出现小幅上行迹象。

图 23：同业存单收益率持续磨底



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24：9 月同业存单净融资额大幅增加



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

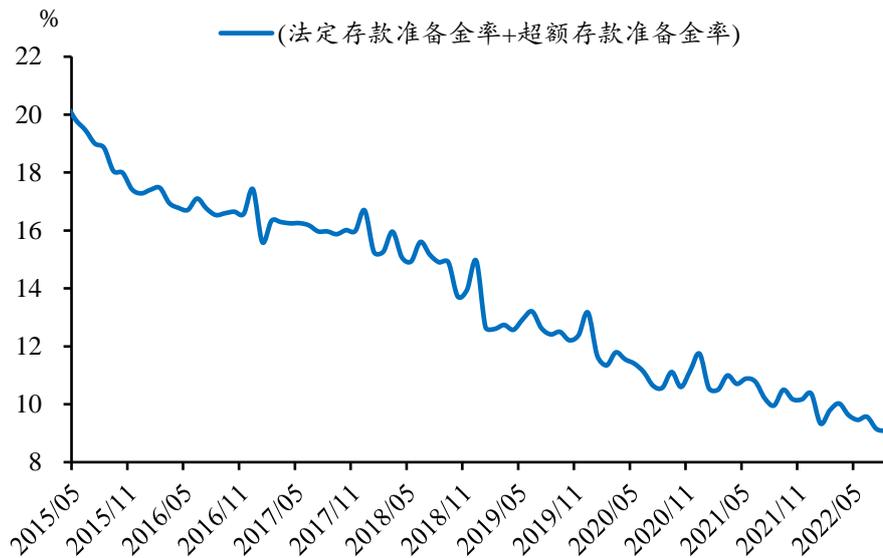
流动性消耗加快，8 月末超储率降至 1% 附近。过去几年，超储率一般维持在 1.1%-2.4% 的区间。最紧时为 1.1%，最松时为 2.4%。根据我们的测算，7-8 月超储率在二季度 1.5% 的基础上继续下滑，截至 8 月末，超储率已降至 1% 附近。实际上自今年二季度以来，超储率就与资金利率所显示的流动性状况相背离。一方面超储率偏低，另一方面资金利率大幅低于政策利率，反映出流动性宽松。**银行同业渠道信用扩张是一大原因。**截至 2022 年 8 月，其他存款性公司对同业债权同比增速为 6.47%，较去年全年增速提升超过 5 个百分点；对实体债权同比增速为 10%，几乎与去年持平，增速抬升相对有限。

说明银行实际上动用了超储以增配资产，但在经济活力明显提升之前，银行更多依靠同业渠道（还有政府债等）

扩张信用，从而加剧了资金利率和政策利率的分化。

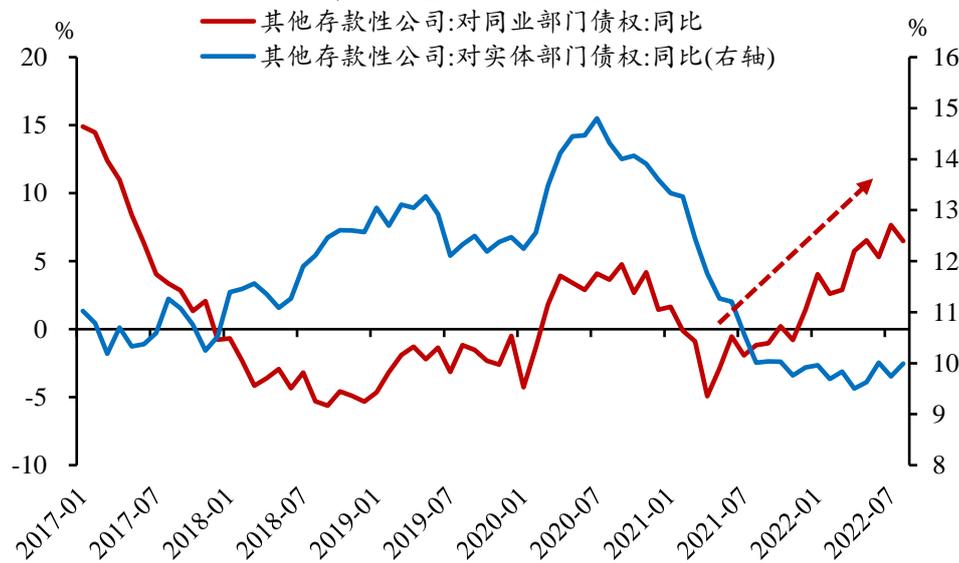
但三季度以来，同业投资的结构也在发生变化。前期受益于流动性宽松和监管指标改善，银行或主要增配了同业存单、对非银金融机构的贷款、同业拆借、债券投资等，导致金融“脱实向虚”的现象出现。但自7月份以来，银行配置了更多的政策性金融债。依据在于，6月份以来国常会先后增加8000亿政策行信贷额度、创设2批共6000亿开发性金融工具（6月末国常会提出3000亿，8月下旬追加3000亿），而政策性银行主要通过发放金融债的方式来筹集相应资金。根据21世纪经济报道记者梳理，截至9月27日，6000亿开发性金融工具已基本投完。得益于政策性工具的支持，8月实体融资需求已出现一定改善（详见9月11日报告《表外融资崛起》）。

图 25：8月末超储率已降至1%附近



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 26：经济活力明显回升之前，银行更多依靠同业渠道扩张信用



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 10月存在一定的资金缺口

四季度来看，有多项影响流动性的因素值得关注。

一是新增存款或趋于放缓。

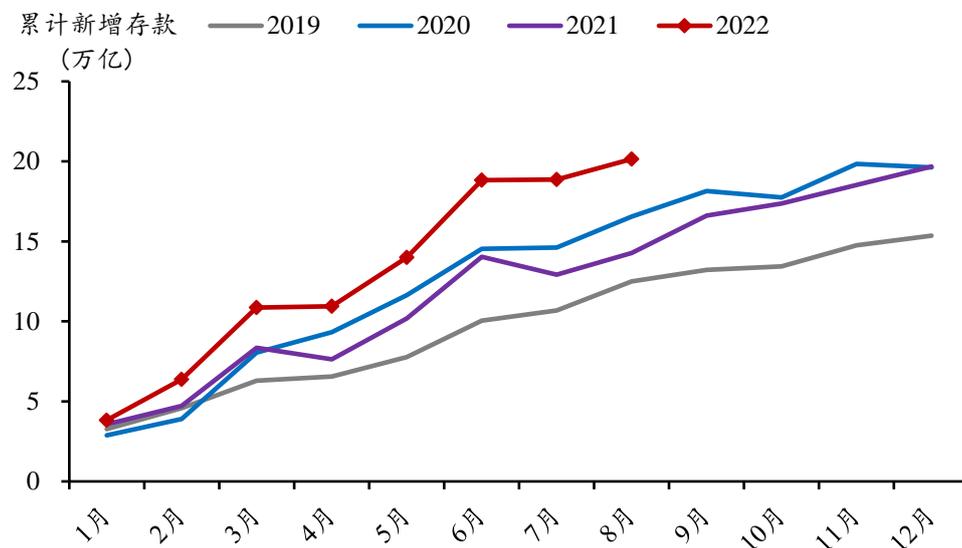
今年1-8月，金融机构累计新增人民币存款20.1万亿，同比多增5.9万亿。疫情前的2019年，全年新增存款为15.4万亿，今年上半年增量就已超过2019年全年增量。同时8月M2增速上升0.2个百分点至12.2%，再创新高。存款高增对银行间流动性形成了有力补充，从结构上看，主要是企业和住户存款贡献最大。企业存款高增的核心原因是留抵退税，从退税机制上看，留抵退税能够直接增加企业银行账户的存款。住户存款多增系居民储蓄意愿高企的结果，当前居民购房意愿低迷，防疫政策影响下消费行为受限，导致更多投资和更多消费占比下降，更多储蓄占比相应提升。

留抵退税所剩无几。4月1日开始实施大规模留抵退税以来，政策靠前发力，主要是二季度实施力度较大，随后节奏逐渐放缓。根据国税总局数据，截至9月20日，今年已累计有22113亿元留抵退税款退付到纳税人账户。今年全年留抵退税约为22764亿元，年内仅剩余约650亿，对于企业存款的补充将明显减弱。

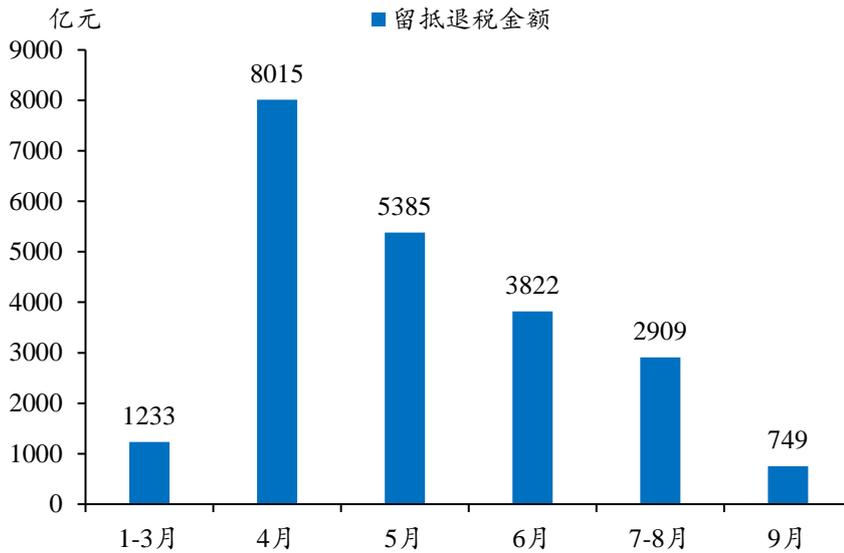
居民储蓄意愿或出现松动。国庆节前多项房地产刺激政策落地，有望一定程度上提振地产销售，扭转居民低迷的购房意愿。此外还需关注二十大后可能出现的防疫政策调整，以及好于当前趋势的消费修复。

不过即便增量放缓，财政支出也将继续“补水”，存款出现收缩的风险较低。按照预算草案安排，2022年实际赤字为5.70万亿元。今年1-8月，一般公共预算收支所反映的实际赤字为2.7万亿元，9-12月仍剩余一半以上。

图 27：今年1-8月新增存款明显高于往年同期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 28：留抵退税所剩无几


资料来源：国家税务总局，信达证券研发中心

二是结构性货币政策工具的潜在作用。

理论上，信贷需求修复的过程中，结构性货币政策工具能够源源不断补充流动性。从使用机制上看，大多数阶段性工具都采用“先贷后借”的方式，央行支持比例为 60%-100% 不等。对于商业银行而言，投放贷款需要消耗基础货币，但只要符合投向要求，就可以向央行申请对应的再贷款或政策工具，再补充基础货币。且这一部分资金成本较低，碳减排支持工具和今年以来推出的新型再贷款工具的资金利率均为 1.75%，大幅低于 2.75% 的 1 年期 MLF 利率。

剩余工具规模较大、额度充足，关键在于使用进度。今年以来央行不断加强对于结构性货币政策工具的使用，尤其是创设了包括煤炭、科创、普惠养老、交通物流等专项再贷款，额度共 6400 亿元。9 月 28 日，央行新设立设备更新改造专项再贷款，额度在 2000 亿元以上。在用足额度的情形下，结构工具能够对流动性形成有力补充，后续需关注实际使用进度。

图 29：各项结构性货币政策工具及实施细则

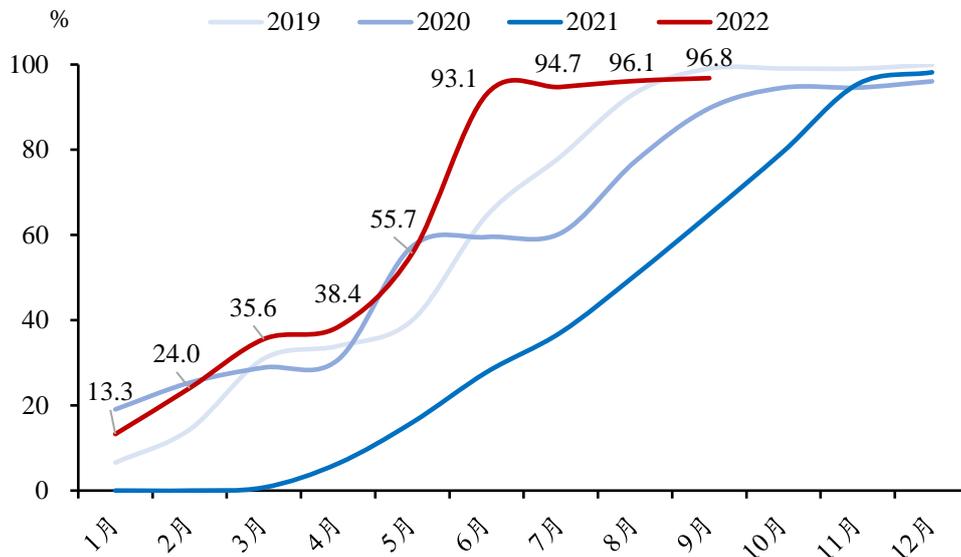
项目	碳减排支持工具	煤炭清洁高效利用专项再贷款	科技创新专项再贷款	普惠养老专项再贷款	交通物流领域专项再贷款	设备更新改造专项再贷款
额度	暂 unlimited	3000 亿元	2000 亿元	400 亿元	1000 亿元	2000 亿元以上
适用金融机构	21 家全国性金融机构	工农中建交、开发银行、进出口银行	21 家全国性金融机构	工农中建交、开发银行、进出口银行	工农中建交、邮储、农发行	21 家全国性金融机构
央行支持比例	贷款本金 60%	贷款本金 100%	贷款本金 60%	贷款本金 100%	贷款本金 100%	贷款本金 100%
申请机制	先贷后借，按季操作	先贷后借，按月操作	先贷后借，按季发放（7 月 1 日开始申请使用）			先贷后借，按月发放
投向要求	碳减排重点领域（清洁能源、节能环保和碳减排技术）内的各类企业	煤炭安全生产和储备领域、煤电企业电煤保供领域	“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业等	普惠养老领域	“两企+两个”：道路货运物流企业、中小微物流配送和快递企业、道路普通货运运输个体工商户、个体货车司机	教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等 10 个领域设备购置与更新改造
资金利率	1.75%					
期限	目前实施期为 2021 年到 2022 年末		-	实施期暂定两年	目前实施期为 2022 年	2022 年 9 月 1 日-12 月 31 日
市场利率	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平，其中 1-5 年期贷款利率不高于 5 年期 LPR		低成本资金支持	与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平	鼓励银行机构按市场化原则降低贷款利率	不高于 3.2%

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

三是划分时点来看，10 月份存在一定规模的流动性缺口。

首先是政府债供给压力上升。按照8月24日国常会要求，高达5000亿元的新增专项债结存限额将在10月底前发行完毕。9月以来新增专项债发行约240亿，均对应今年限额，故按照计划，5000亿限额将在10月份集中发行。除此之外，截至9月末国债发行进度仍剩余约30%，预计10月国债净发行规模在1500-2000亿之间。

图 30：2022 年新增专项债限额接近使用完毕

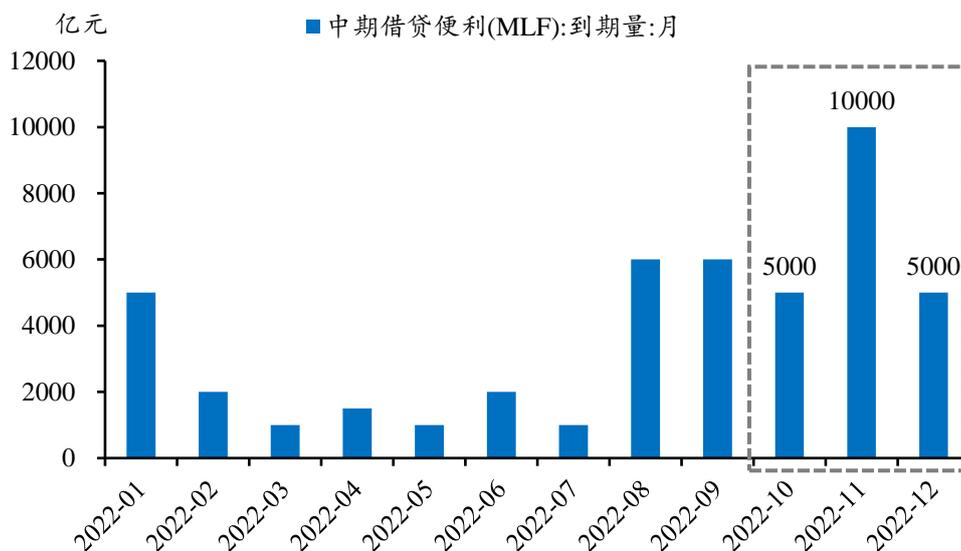


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

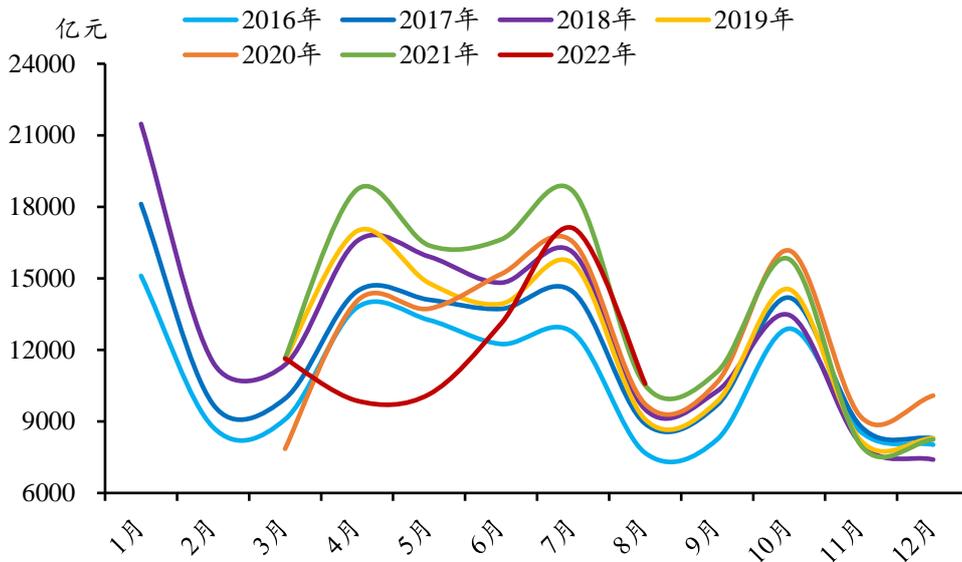
其次是四季度 MLF 到期量较大。针对前期流动性宽松的局面，8-9月央行连续采取 MLF 缩量操作，共收回流动性共4000亿。四季度 MLF 到期量较大（10月、12月各5000亿，11月达10000亿），当前 MLF 余额为4.55万亿元，接近历史高点，央行有一定的续做压力。

最后是税期因素。税收收入的季节性十分明显，由于所得税、部分增值税可按季申报缴纳，因此1、4、7、10作为跨季首月，当月缴税金额较高。

图 31：今年四季度 MLF 到期量较大



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 32：10 月税期特征十分明显


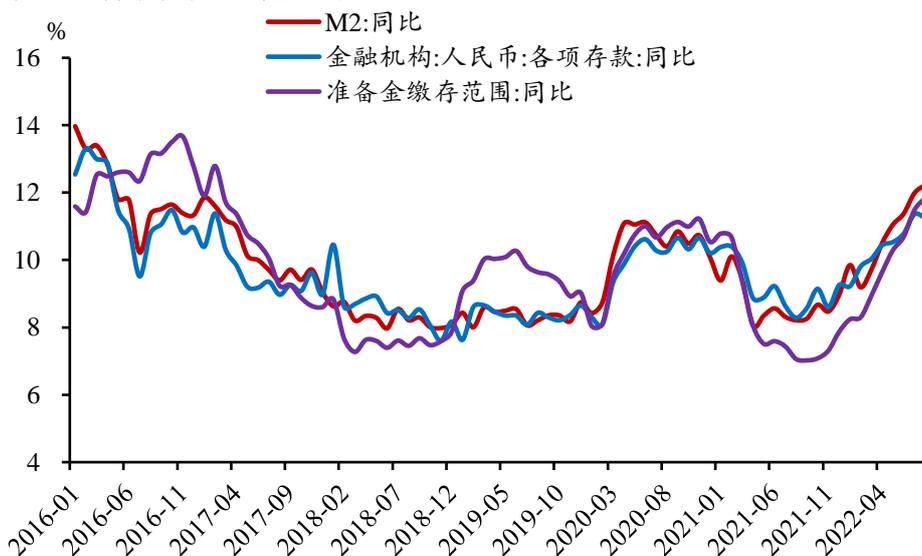
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.3 降准可期，或以置换 MLF 形式落地

针对 10 月存在的资金缺口，降准是较为理想的解决方式。一方面，近期资金面变化反映出银行对于中长期资金的需求，央行有必要维持流动性合理充裕，为进一步降低实体融资成本、潜在的宽信用回归保驾护航。另一方面，四季度是经济企稳回升的关键窗口，提振市场信心也显得尤为重要。

形式上或为全面降准 25bp+置换部分 MLF。按照我们测算，央行全面降准 25bp，所能释放的长期资金约 5700 亿元，既能有效填补流动性缺口，又能避免释放过强信号。我们预计 MLF 操作或继续小幅缩量，剩余部分依靠降准置换。参考 2021 年 12 月降准，彼时 202111-202201 的 MLF 到期量共 1.65 万亿，规模较大。央行降准 50bp 后，依然投放了 1.5 万亿 MLF，并未因降准而大幅缩量续做。

若降准预期落空，预计央行也会通过其他工具投放流动性，平滑资金面波动。包括但不限于加大公开市场操作力度等。

图 33：8 月末准备金缴存基数增速已接近 12%


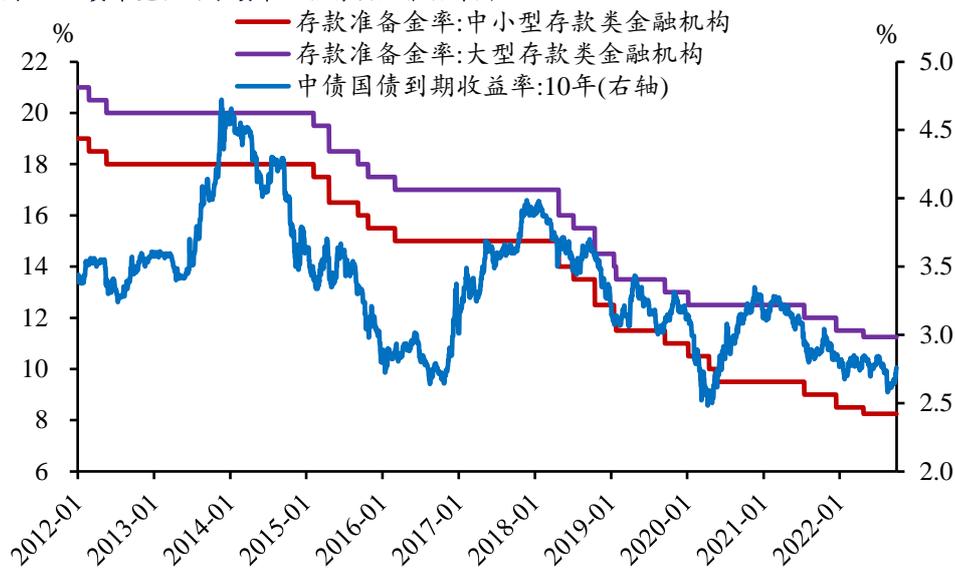
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、资产配置含义

四季度依然是债市的友好窗口。短期内，利空债市的因素偏于出尽，包括近日地产相关政策出台后降息预期降温，美债收益率飙升、人民币汇率贬值对于交易情绪的压制，以及跨季资金面波动。节后资金面有望重回平稳，可进一步博弈货币宽松预期。

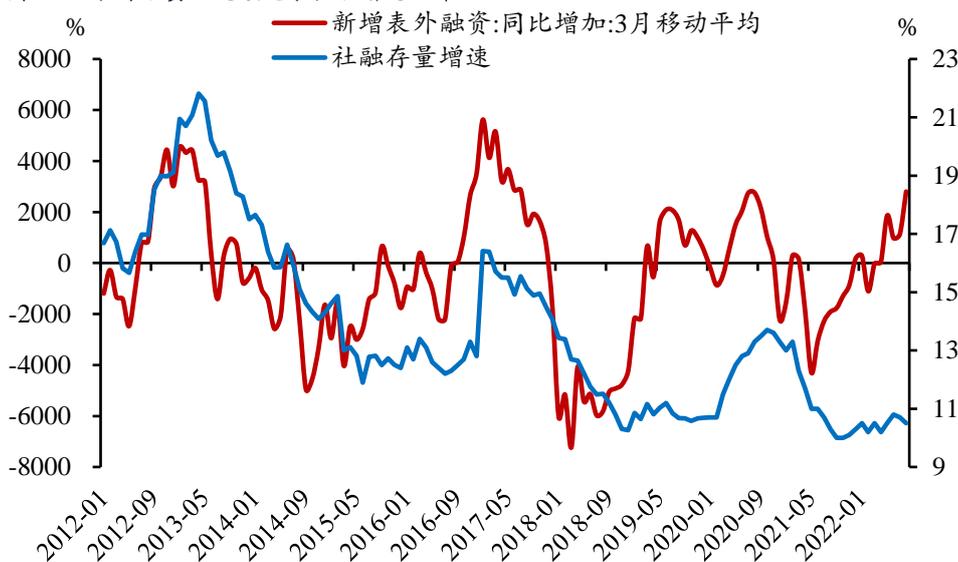
融资结构有望持续改善，对于股市是积极信号。金融周期领先于经济周期，是股市的晴雨表。分阶段来看，社融增速触底回升先后对应：T0 政策定调，T1 初始政策落地，T2 社融增速向上，T3 企业盈利拐点。今年上半年，在政府债融资的拉动下，社融总量增速先行抬升，对应 T2 阶段，我们认为未来对于金融数据的关注应重点聚焦于结构改善。8 月金融数据已释放出一定的积极信号（详见 9 月 11 日报告《表外融资崛起》），未来留抵退税对表内信贷的替代效应趋于消退，稳地产、发力基建、促实业等一系列政策落地，有望进一步提振需求，对于改善融资结构具有积极意义。

图 34：货币宽松对于债市上涨有明显推动作用



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 35：表外融资兴起领先于社融增速回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情再度恶化，增量政策推出不及预期，美欧经济衰退。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数(以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。