

2022年11月25日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 降准已落地，降息仍可期

—宏观点评报告

## 事件

分析师：谭倩 S1050521120005  
tanqian@cfsc.com.cn  
分析师：朱珠 S1050521110001  
zhuzhu@cfsc.com.cn  
联系人：杨芹芹 S1050121110002  
yangqq@cfsc.com.cn

11月22日，国常会提及“适时运用降准等货币政策工具，向实体经济合理让利”，时隔7个月再度释放降准信号。11月25日晚，央行发布降准公告，将在12月5日降准25BP，释放约5000亿长期资金。

## 最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 相关研究

- 1、《11月美联储FOMC：速度边际趋缓，但终点更高更远》2022-11-03
- 2、《德总理访华有哪些关注点？》2022-11-03
- 3、《9月工业企业：利润下行放缓，继续以量补价》2022-10-27

## 投资要点

### 如何看再度降准？

经济动能减弱，外部掣肘缓和，债市流动性风波蔓延以及年末季节性资金紧张共同推动了本次降准的落地。本次全面降准25BP，释放5000亿元长期资金更多是降成本，呵护年末市场流动性。

### 降息依然可期

国常会、货执报告强调为做好年末经济工作提供适宜的流动性环境。后续降息空间犹存，特别是5年期LPR降息依然可期。

### 后续着力点是结构性政策工具

降准落地，降息可期，但空间有限，后续政策重心是通过结构性货币政策工具进一步推动经济内生动能的修复。接下来制造业（技改）和地产（供给端和需求端）的定向融资支持政策仍会持续出台发力，助力经济企稳修复。

### 风险提示

政策力度不及预期，海外通胀加速下行，地缘政治风险再起

## 正文目录

事件: .....	3
评论: .....	3
1、 如何看再度降准? .....	3
2、 降息仍然可期 .....	4
3、 后续着力点是结构性政策工具 .....	4
4、 风险提示.....	5

## 事件：

11月22日，国常会提及“适时运用降准等货币政策工具，向实体经济合理让利”，时隔7个月再度释放降准信号。11月25日晚，央行发布降准公告，将在12月5日降准25BP，释放约5000亿长期资金。

## 评论：

### 1、 如何看再度降准？

央行在11月25日晚发布公告将在12月5日降准25BP，释放了约5000亿元的长期资金，从力度上来说与四月份持平，依然低于过去50BP的常规降准水平，但彰显了央行进一步维护实体经济的态度，为后续的降息和结构性政策工具打开了空间。

**经济压力以及货币掣肘减弱是促使了今年第二次降准的主要原因。一方面国内经济压力仍存，仍需积极的货币政策支持。**四季度的经济对于全年来说有着举足轻重的位置，但是10月经济数据出现了内外需的同步减弱的情况，复苏基础并不稳固。从需求的角度来说，外需持续下行：美元计价的出口同比增速出现了年内的首次转负；内需仍处在较弱的位置：社零消费数据下行，同比增长-0.5%。结构上看依然是必选强于可选，餐饮和汽车消费的下行是主要的拖累。

从社融的角度来说，经济复苏的内生动能受疫情冲击出现了一定的反复，预期仍待扭转。今年以来，居民信贷一直处于较弱的位置。进入到11月份，疫情再次呈现出了多点爆发的趋势，民生生活和生产活动再次遭受冲击，对于消费和地产的预期仍待扭转。企业的中长期信贷虽然保持了同比正增长，但主要是政策推动所致，且同比多增也较上月回落，显示出经济内生动能并不稳固，仍需政策支持呵护。

**另一方面来说，当前货币政策的掣肘减弱，也使得积极的货币政策空间成为可能。**从汇率的角度来说，当前美联储加息进程逐渐见顶，对于美元的支撑逐渐减弱，今年以来美元强势的上行周期进入到尾声，后续对于人民币的压制将逐渐减弱。从通胀的角度来说，未来通胀下行的压力要高于通胀上行的压力，猪肉价格虽然仍有上行的可能，但名义CPI破3的概率较小，不会对货币政策形成掣肘。核心CPI则是出现了连续下行的阶段，当前处在0.6%的低位，同样说明了居民消费预期仍弱，需要政策支持来扭转预期。

**其次近期债市的流动性风波也使得当前降准的必要性增加，**近期债市异动，市场利率大幅上行，引发机构赎回，发生了负反馈机制，理财集中赎回冲击债券市场；只有流动性紧张的局面得到缓解，才能引导市场利率下行。央行17日公开市场操作净投放资金1230亿元以缓解当前流动性偏紧局面，但未见明显效果，11月18-23日10年期国债利率仍保持在2.81%左右的高位，全面降准有助于引导利率中枢下行。

**最后，降准有望缓解年末资金面紧张。**年末流动性需求季节性提升，叠加四季度MLF到期压力较大，降准置换可以有效缓解；央行在三季度货币政策执行报告中重申稳健的货币政策，并提及“为巩固经济回稳向上态势、做好年末经济工作提供适宜的流动性环境”，使得通过降准缓解临近年末的资金面紧张的操作成为可能。

## 2、降息仍然可期

通常情况下，降准往往会为后续的降息打开空间。但今年以来，央行对于货币政策的方向基本一致：即在维持流动性合理充裕，推进宽信用稳增长的同时不能大水漫灌。从国常会的提法中也能看出后续的降息空间相较四月份来说有所缩小，4月份国常会提及将准时是要求银行“强信贷投放能力”，本轮降准则是要求保持“流动性的合理充裕”，从中也能看出对于货币政策的要求出现了变化。当前的情况来看，银行间的流动性依然处在较为宽裕的状态：DR007 三天均值保持在 1.6%左右的范围，依然显著低于 2%的逆回购利率，同样说明了后续降息空间压缩的可能。今年以来，LPR 已经经历过大幅下调：5 年期 LPR 经历了两次大幅下调，共调降了 35BP，而一年期 LPR 则是下调了 15BP。因此后续来看，降息的空间不会太大。

但是降息的可能犹存，本轮降准是全面降准，进一步彰显了央行呵护经济的态度。2022 年四月份央行全面降准之后，时隔五天央行便进行了大力度的反向非对称降息：下调 5 年期 LPR15BP。因此从这个角度来说降息空间虽然小，但是仍然可期，尤其是跟地产相关性更强的 5 年期 LPR 调降，因此本轮降息大概率还是反向非对称降息，5 年期 LPR 的调降值得期待。本轮将准时间在定在 12 月 5 日，可以观察后续 MLF 操作来确定具体的降息空间，降息依然可期。

## 3、后续着力点是结构性政策工具

在降准预期落地的情况下，央行也需要进一步通过结构性货币政策工具来推动经济内生动能的修复。当前的情况来看，经济的痛点并不在于降准降息等货币政策，货币政策更多的是表明了央行继续呵护经济的态度，而工作重点预计仍要通过针对性政策缓解经济痛点。从货币政策执行报告中也能看出近年来央行的工作重心一直致力于通过结构性货币政策工具来更好的实现对于经济的滴灌。我们预期接下来制造业和地产的政策仍会持续出台发力，继续呵护经济动能的恢复，降准将打开新一轮积极政策周期。

从地产的角度来说，11 月份以来已经出台了，民企“第二支箭”、房地产政策 16 条，“保交楼”贷款支持计划等政策来企稳房地产市场。在 11 月 22 日的国常会上也提及了推进“保交楼”等巩固房地产市场健康发展的工作部署。11 月 23 日央行也发布《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》，连续就稳定房地产市场释放信号。后续的房地产政策仍会继续从供给和需求两方面出发。一方面救助房地产企业，进一步缓解地产企业的生存和融资困境。另一方面则会从地产的需求侧出发，继续放缓购房限制，或将从存量房贷入手，扭转预期。

从制造业的角度来说，今年 9 月份以来央行设立了设备更新专项贷款的货币工具，预计能撬动资金近 2 万亿元，将有效推动制造业的升级改造和制造业的投资增速。第三季度的货币政策执行报告中，央行也明确会继续通过多项结构性货币政策工具保持相应的力度来支持制造业的发展。后续来说有望进一步出台制造业相关的积极政策，来稳固经济恢复的内生动能，扭转市场预期。

## 4、风险提示

政策力度不及预期，海外通胀加速下行，地缘政治风险再起。

### ■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所。

谭倩：11年研究经验，研究所所长，首席分析师。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

张帆：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所。

### ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。