

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。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层 邮编:518033	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼 邮编:200120	北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层 邮编:100033