



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

降准兑现 降息将来

——2022年11月央行降准点评

日期：2022年11月28日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

相关报告：

《巩固基础，政策兼顾》

——2022年08月15日

《疫情防控不松懈，增长目标弱化》

——2022年07月29日

《政策应出尽出，降息降准或提前》

——2022年05月26日

■ 主要观点

央行基础货币投放不足局面并未改变

2015年以来，中国维持货币增长平稳的态势，主要靠提高货币乘数实现。而要提高货币乘数，最为直接有效的手段是降准，最具趋势性的则是发挥金融市场功能。2022年上半年货币乘数的回升，主要得益于4月份的降准；另一方面，对比海外市场型金融体系的货币乘数情况，依靠发挥资本市场功能提高货币乘数的空间已大为缩小。加上国内疫情反复对经济信心的影响，2022年H2以来中国“降准”的必要性，实际上一直处在积累当中。

降准并非扩张，实质为中性化政策

自创工具投放是中国央行当前基础货币主要投放渠道，其中最为主要的是MLF。从央行自创工具到期的分布看，2022年10月MLF到期量为10000亿，11月份为5000亿。10月份央行并没有对巨额到期量进行对冲，使得货币市场利率产生不少扰动，我们认为央行不对冲是为了约束银行在地产融资放松下的冲动性扩张。因此，本次降准的对冲性特征较为明显，分为扩张性政策。

资金成本异动将消除

2022年11月中旬中国利率体系经历了一波快速的利率抬升过程，我们认为主要是由于MLF巨额到期量扰动的结果，并不具有持续性。这种情况也说明，中国利率债市场深度仍然不够，政府债券市场仍需大力发展。我们之前就指出，国债等政府债券市场不仅为财政融资，而且为货币发行提供了信用工具。

市场利率体系平稳态势不变

此次降准实际上是中性的非扩张性政策，原因在于主要是对冲到期MLF，但由于到期量持续处于高位，难以完全对冲，因而MLF到期回收仍是确定性的事件，银行间市场资金趋紧状况不变。因此，本次降准虽然会带来存款银行资金成本的下降，但市场利率水平下降有限，仅能起到消除前期到期量大而产生的扰动影响。

降准兑现，等待降息

中国经济的通胀和运行前景，决定了中国货币体系降准和降息仍行路上。随着中国PPI进入负值状态，CPI低位平稳态势形成，降息预计在未来1-2Q中也会到来。在货币内生下，中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。

■ 风险提示

通胀继续上行，货币政策超预期改变，其它引发经济运行节奏改变因素。

目 录

事件：人行决定于 2022 年 12 月 5 日下调 RRR	3
事件解析：政策背景和特征意义	3
1. 央行基础货币投放不足局面并未改变	3
2. 降准并非扩张，实质为中性化政策	4
3. 广义货币增速稳中偏落趋势不变	5
事件影响：对经济和市场	6
4. 资金成本异动将消除	6
5. 市场利率体系平稳态势不变	7
6. 降准有利资本市场走稳回暖	8
事件预测：趋势判断	9
7. 降准兑现，等待降息	9
风险提示：	9

图

图 1 中国基础货币增长持续低于广义货币（月/同比，%） .3	3
图 2 中国 MLF 到期量变化（当月值，亿元）	4
图 3 中国货币增长的变化（月度同比，%）	5
图 4 中国市场利率变化（日，%）	6
图 5 温州民间借贷利率趋向下行（月/民间融资综合利率， Average-10D）	8
图 6 中国股市波动率下降后股市回暖态势稳定	9

事件：人行决定于 2022 年 12 月 5 日下调 RRR

为保持流动性合理充裕，促进综合融资成本稳中有降，落实稳经济一揽子政策措施，巩固经济回稳向上基础，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%。

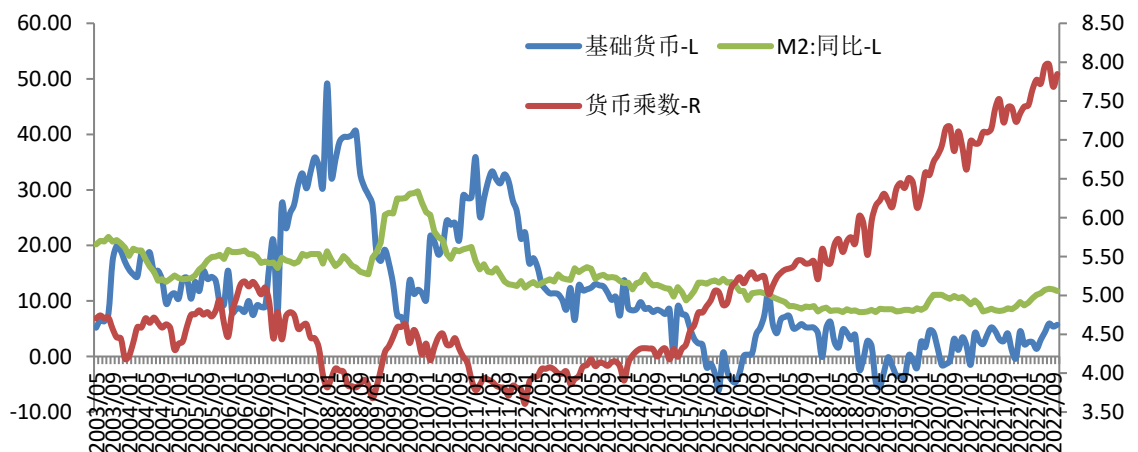
中国人民银行同时表示——将加大稳健货币政策实施力度，着力支持实体经济，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，支持重点领域和薄弱环节融资，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

事件解析：政策背景和特征意义

1. 央行基础货币投放不足局面并未改变

我们一直认为，中国当前货币体系的一个基础问题是基础货币增长能力不足。中国在疫情后（即 2020 年后）虽然并未出现疫情前期 2019 年的基础货币增长持续萎缩的状态，但增长仍远远落后于广义货币增长。2015 年以来，中国维持货币增长平稳的态势，主要靠提高货币乘数实现。而要提高货币乘数，最为直接有效的手段是降准，最具趋势性的则是发挥金融市场功能，依靠金融发展和金融深化，通过货币市场和资本市场的扩展，提升货币乘数。2015 年以来中国货币乘数的持续提升，上述两个方面都在发挥着作用。

图 1 中国基础货币增长持续低于广义货币（月/同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

货币内生体系下，市场信心状况是主要的信用扩张影响因素，即微观经营行为主体的风险偏好和扩张偏好，直接影响着货币乘数变动。2022年H2后，国内外政经形势和疫情反复的局面，影响了市场信心，货币乘数的持续提高进程受到影响。

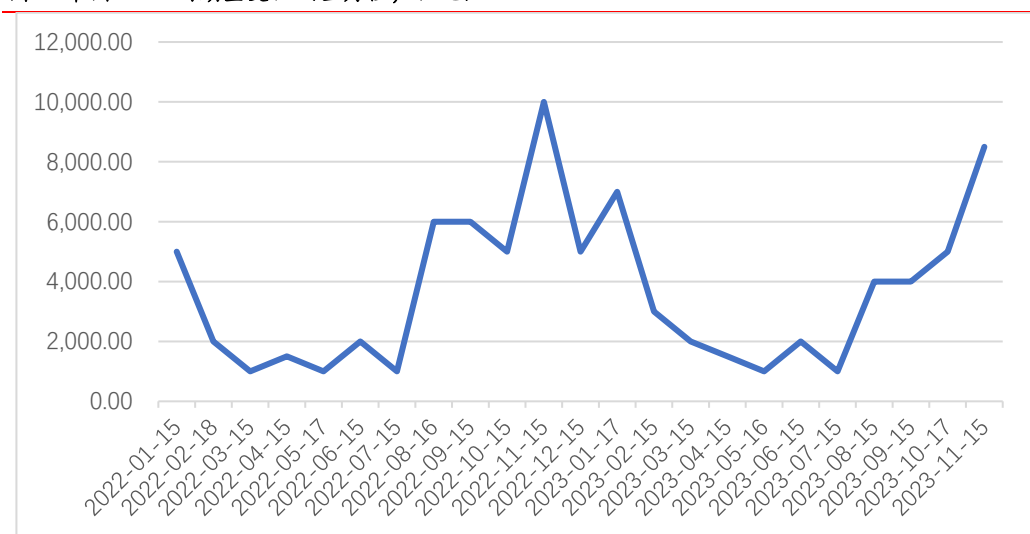
2022年上半年货币乘数的回升，主要得益于4月份的降准；另一方面，对比海外市场型金融体系的货币乘数情况，依靠发挥资本市场功能提高货币乘数的空间已大为缩小。加上国内疫情反复对经济信心的影响，2022年H2以来中国“降准”的必要性，实际上一直处在积累当中。

2.降准并非扩张，实质为中性化政策

进入本世纪以来中国货币的持续快速扩张，主要是中国经济全球化进展带来外汇占款被动高速增长结果。2014年后，中国外汇占款推动货币增长的格局扭转，过去被“圈进”货币池子的货币开始陆续释放。中国货币增长中基础货币投放转向央行创设工具，公开市场的重要性上升。但是央行创设工具会带来货币市场利率抬升，加之抵押工具国债市场的深度和广度都不够，因而基础货币投放能力不足成立中国货币体系的基础性问题。

自创工具投放是中国央行当前基础货币主要投放渠道，其中最为主要的是MLF。从央行自创工具到期的分布看，2022年10月MLF到期量为10000亿，11月份为5000亿。10月份央行并没有对巨额到期量进行对冲，使得货币市场利率产生不少扰动，我们认为央行不对冲是为了约束银行在地产融资放松下的冲动性扩张。因此，本次降准的对冲性特征较为明显，分为扩张性政策。

图2 中国MLF到期量变化（当月值，亿元）



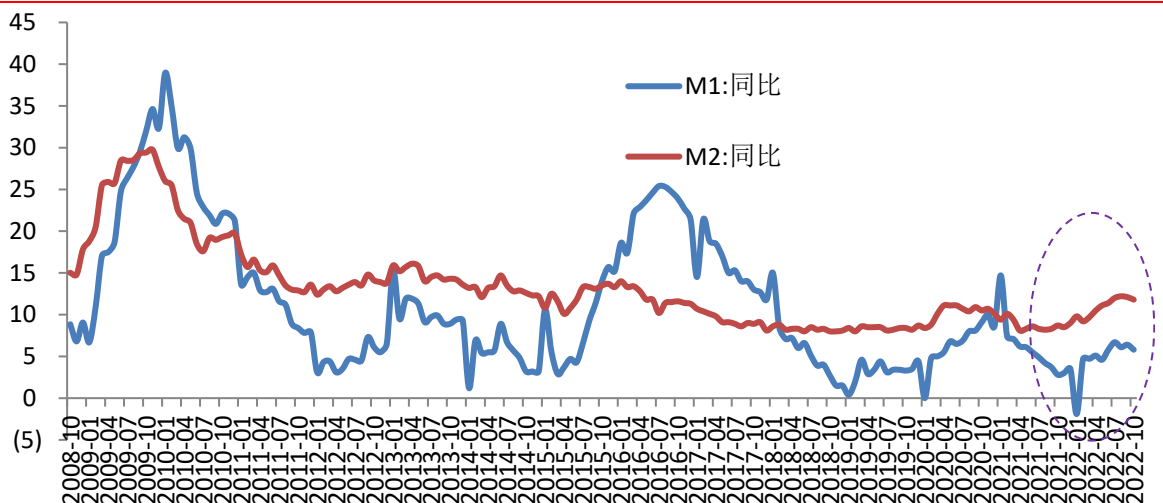
资料来源：Wind，上海证券研究所

央行在降准公告中也明示，本次降准目的仍在于结构调整和推动资金成本下移：保持流动性合理充裕，保持货币信贷总量合理增长，落实稳经济一揽子政策措施，加大对实体经济的支持力度，支持经济质的有效提升和量的合理增长；优化金融机构资金结构，增加金融机构长期稳定资金来源，增强金融机构资金配置能力，支持受疫情严重影响行业和中小微企业；此次降准降低金融机构资金成本每年约 56 亿元，通过金融机构传导可促进降低实体经济综合融资成本。

3. 广义货币增速稳中偏落趋势不变

信贷增长平稳中趋降的态势不会变。经济仍受疫情影响，经营主体的扩张动能不足，信贷有效需求偏弱。在货币内生体系，信贷需求不足造成的金融机构信用扩张减弱，将会直接造成广义货币增速的下降。2022 年 1-3Q 中国货币增长的持续缓升，主要是货币当局为对冲疫情影响，而采取了扩张性激励措施的结果。随着经济和社会对新一轮疫情影响适应性的提高，疫情冲击拐点到来，扩张性的货币政策也会后腿，因而货币增长将缓慢回落。

图 3 中国货币增长的变化（月度同比，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

10 月末，广义货币(M2)余额 261.29 万亿元，同比增长 11.8%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 3.1 个百分点；狭义货币(M1)余额 66.21 万亿元，同比增长 5.8%，增速比上月末低 0.6 个百分点，比上年同期高 3 个百分点；流通中货币(M0)余额 9.84 万亿元，同比增长 14.3%。当月净回笼现金 255 亿元。10 月份人

人民币贷款增加 6152 亿元，受基数较高等因素影响，同比少增 2110 亿元。分部门看，住户贷款减少 180 亿元，其中，短期贷款减少 512 亿元，中长期贷款增加 332 亿元；企（事）业单位贷款增加 4626 亿元，其中，短期贷款减少 1843 亿元，中长期贷款增加 4623 亿元，票据融资增加 1905 亿元；非银行业金融机构贷款增加 1140 亿元。1-10 月，人民币贷款累计增加 18.7 万亿元，同比多增 1.15 万亿元。

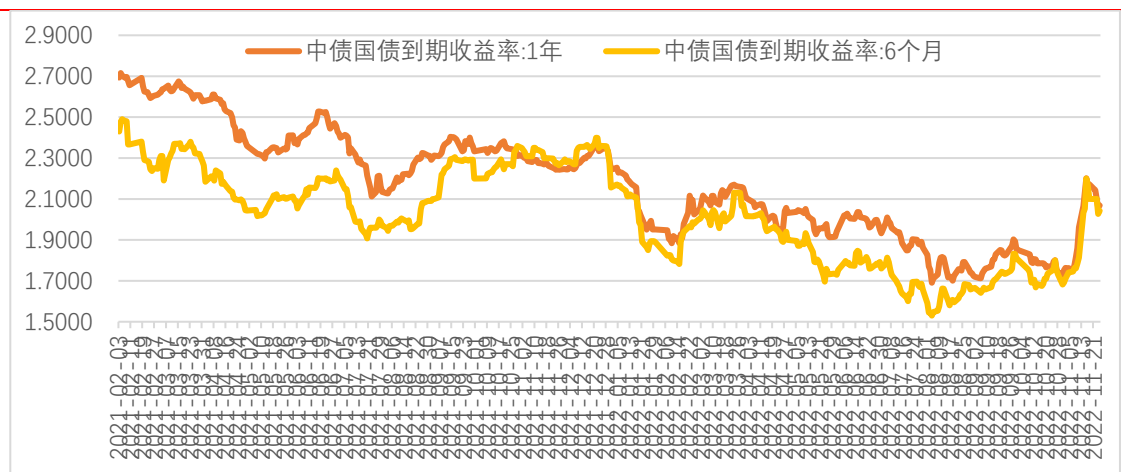
事件影响：对经济和市场

4. 资金成本异动将消除

央行降准的宏观经济目标，是为了保持流动性合理充裕，促进综合融资成本稳中有降，落实稳经济一揽子政策措施，巩固经济回稳向上基础。我们认为，当前经济体系中资金实际上并不缺，中国货币环境“存量过多、增量不足”的状况并没有改变。降低融资成本既是供给侧改革内容中“降成本”的重要内容，又是中国货币当局政策体系中和货币结构调整并重的政策基础目标。

按照央行测算，本次降准将释放长期资金 5000 亿元，这将极大地改善银行间市场的资金供给状况，缓解当前资金成本上升的现象。2022 年 11 月中旬中国利率体系经历了一波快速的利率抬升过程，我们认为主要是由于 MLF 巨额到期量扰动的结果，并不具有持续性。这种情况也说明，中国利率债市场深度仍然不够，政府债券市场仍需要大力发展。我们之前就指出，国债等政府债券市场不仅为财政融资，而且为货币发行提供了信用工具。

图 4 中国市场利率变化（日，%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

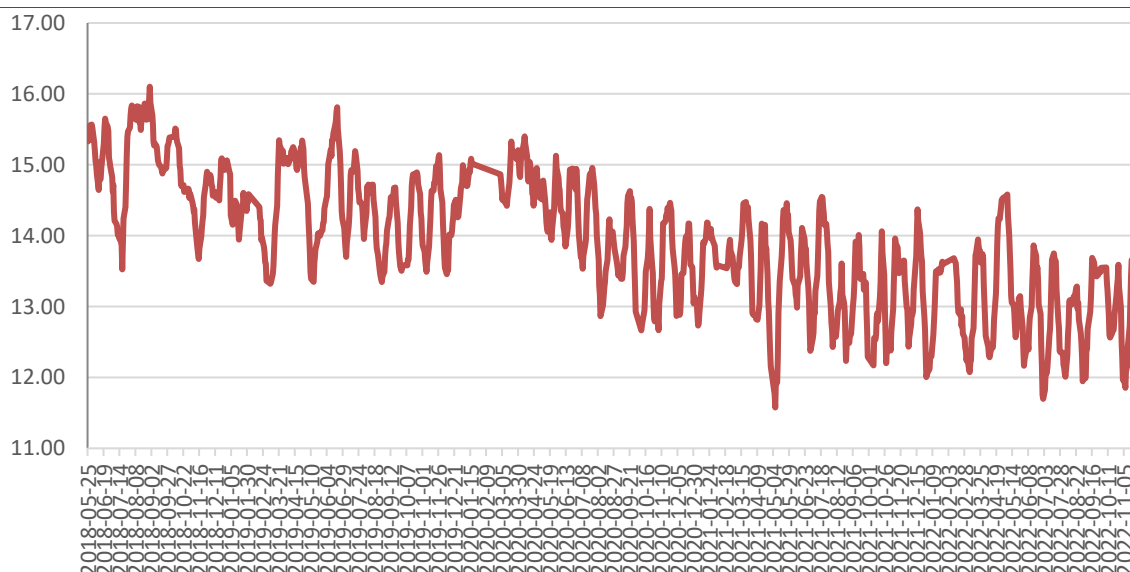
10 月份，银行间债券市场现券成交 19.6 万亿元，日均成交 10904.6 亿元，同比增加 28.4%，环比减少 7.3%；单笔成交量在 500-5000 万元的交易占总成交金额的 44.1%，单笔成交量在 9000 万元以上的交易占总成交金额的 48.8%，单笔平均成交量 4945 万元。交易所债券市场现券成交 2.0 万亿元，日均成交 1246.9 亿元，同比减少 3.5%，环比增加 12.9%。商业银行柜台市场债券成交 11.4 万笔，成交金额 113.3 亿元。政府债券市场规模不够，是近期利率体系受到扰动的市场发展基础。

5. 市场利率体系平稳态势不变

央行表示，此次降准可降低金融机构资金成本每年约 56 亿元，通过金融机构传导可促进降低实体经济综合融资成本。我们认为，此次降准实际上是中性化的非扩张性政策，原因在于主要是对冲到期 MLF，但由于到期量持续处于高位，难以完全对冲，因而 MLF 到期回收仍是确定性的事件，银行间市场资金趋紧状况不变。因此，本次降准虽然会带来存款银行资金成本的下降，但市场利率水平下降有限，仅能起到消除前期到期量大而产生的扰动影响。

从货币当局关注的中小企业融资变化情况看，虽然 2022 年下半年以来资金市场上的期限结构趋于下降，但市场融资利率水准基本上维持了平稳态势，下降进程较为缓和。在当前经济形势没有根本性好转前，促进融资利率下降推动经济复苏，仍然是央行政策的日常关注点。

图 5 温州民间借贷利率趋向下行（月/民间融资综合利率，Average-10D）



资料来源：Wind，上海证券研究所

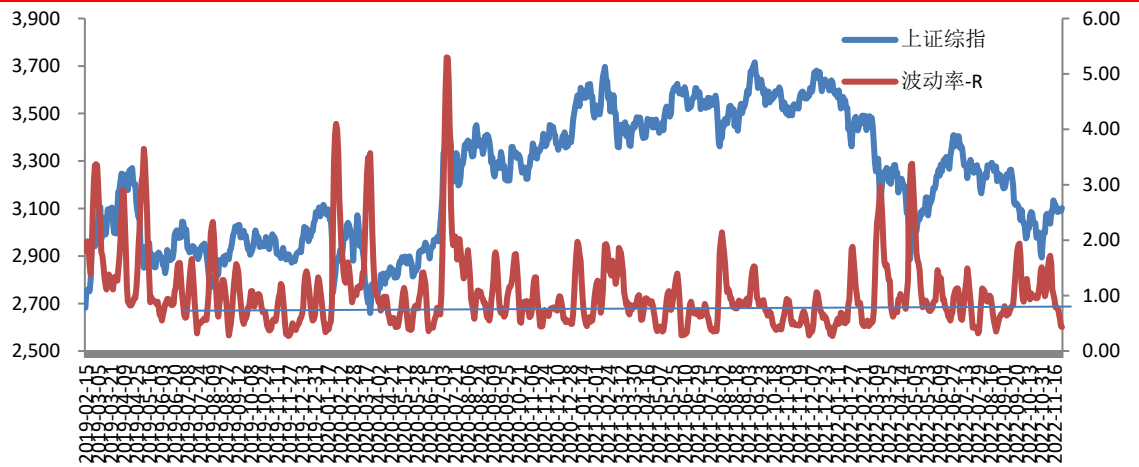
6.降准有利资本市场走稳回暖

降准不会对货币平稳局面产生影响，货币增速也不会持续提高；降准对市场的影响，主要在于通过降低商业银行资本成本，对市场融资体系水准产生潜在降低作用。市场融资利率水平的下降，对股市和债市都有利好影响。

由于市场融资体系中利率水准仍将维持平稳，因此市场估值中枢并不因降准而提高；但降准通过消除前期利率体系的异常扰动有作用，有利于减少市场波动，恢复资本市场平稳。

在降准的预期改善作用下，市场回暖态势将逐渐形成。经济运行状况仍然是主导当前市场格局演变的主线。由于疫情影响经济的局面仍未消除，在市场利率未有明显下移前，资本市场运行仍将以平稳为主。

图 6 中国股市波动率下降后股市回暖态势稳定



资料来源: Wind, 上海证券研究所

事件预测：趋势判断

7.降准兑现，等待降息

中国经济的通胀和运行前景，决定了中国货币体系降准和降息仍行路上。中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳，而必不可少的选择，每年必选！随着中国 PPI 进入负值状态，CPI 低位平稳态势形成，降息预计在未来 1-2Q 中也会到来。

在货币内生下，中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高。因此，未来仍需要通过各种降息手段，以达到降低融资利率的目的。

风险提示：

通胀继续上行,货币政策超预期改变，其它引发经济运行节奏改变因素。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。