

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

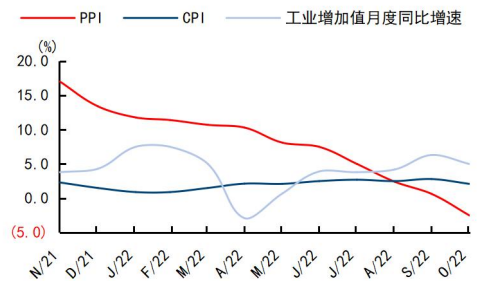
dongdz@guosen.com.cn

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。

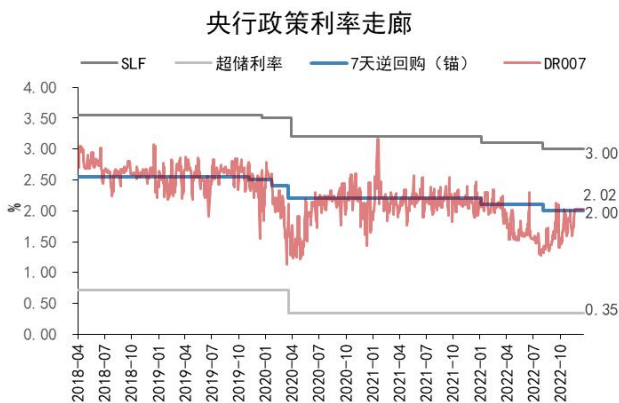
三是央行10月底集中投放的流动性到期。10月底受跨月资金需求、财政投放下降、专项债集中发行和税期高峰推迟等因素叠加影响，市场流动性紧张。央行10月25-31日为维护流动性平稳投放的9100亿逆回购资金在11月初集中到期。

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。

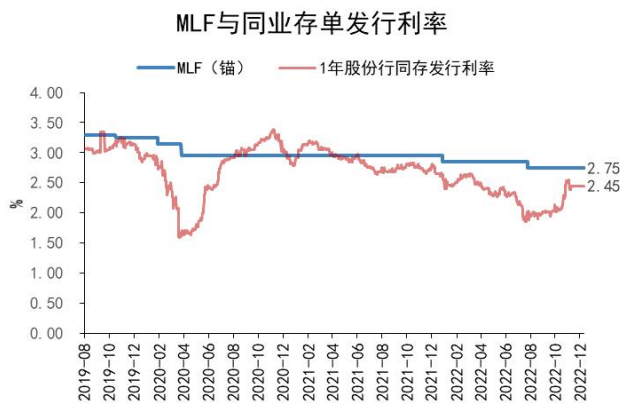
总体而言，本次降准再次确认年内“宽货币”格局仍将延续。近期疫情多点暴发，经济基本面依然偏弱，政策利好传导尚需时间，“宽信用”仍待夯实。在这样的背景下，我们再次提示“宽货币”拐点未至：通过保持“适宜的流动性环境”，适度降低银行等金融机构资金成本，为“宽信用”提供激励仍是年内的政策基调。此外，临近年末，降准也有助于满足跨年和银行“开门红”等资金需求。

图1：短端市场利率与政策锚

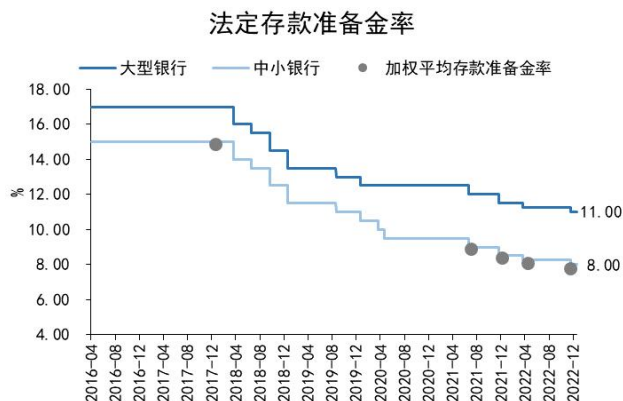


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

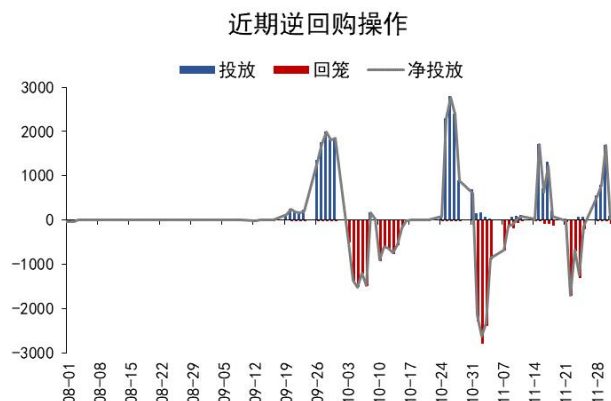
图2：中期利率与政策锚



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

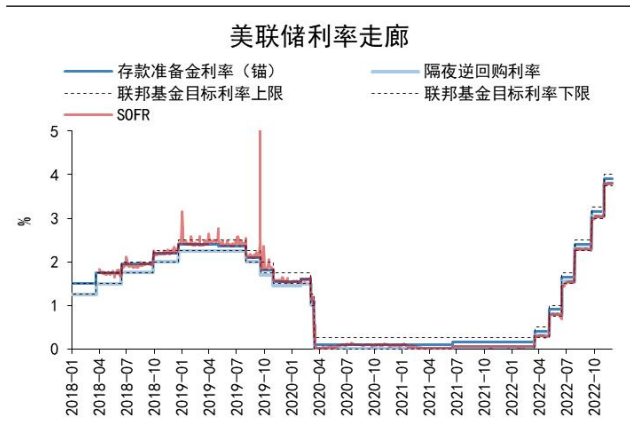
外部环境：美联储 12 月大概率加息 50bp

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。

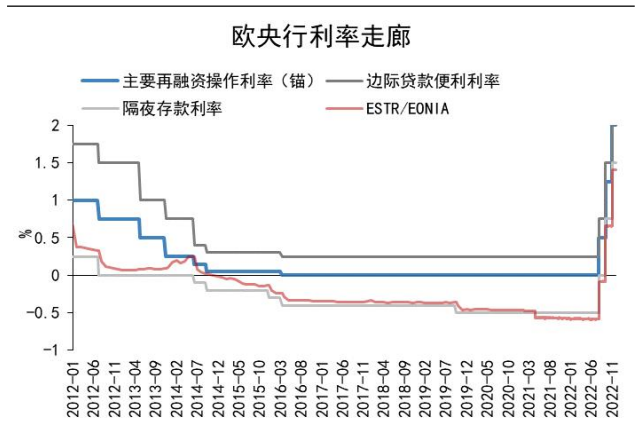
截至 11 月 21 日，美联储资产负债表规模为 8.62 万亿美元，较前一周（11 月 14 日）减少 42.3 亿美元，约为今年 4 月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.965 万亿）的 96.2%。

图5: 美联储关键短端利率



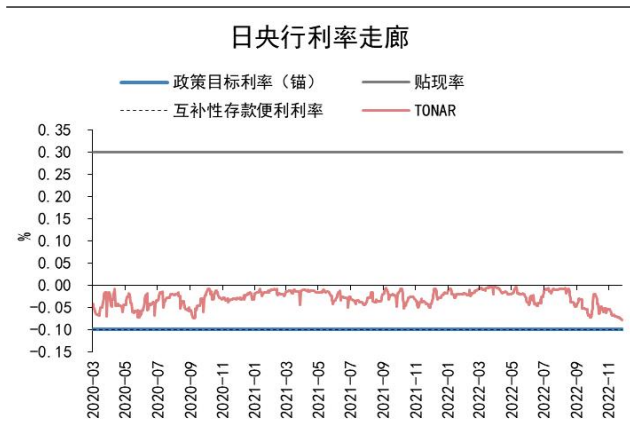
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 欧央行关键短端利率



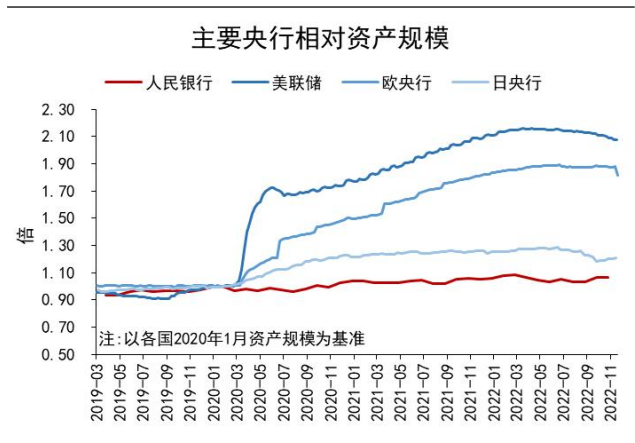
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

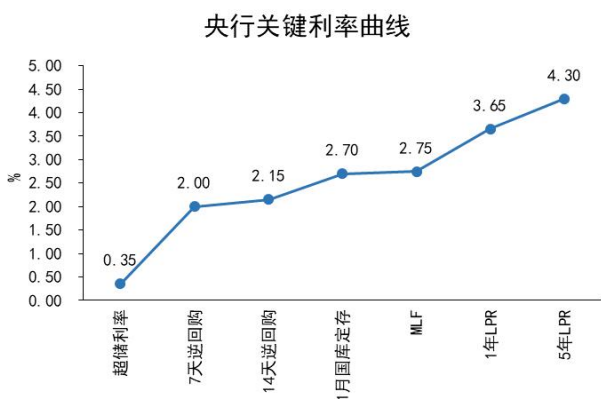
日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率将分别保持-0.1%、0.3% 和-0.1% 不变。此外，日本央行仍将继续“不限量”购买国债，将 10 年期日本国债收益率维持在 0% 附近。东京隔夜平均利率（TONAR）上周五（11 月 25 日）较前一周（11 月 18 日）下降 1bp，位于-0.08%。

国内利率：超短端走势分化

央行关键利率

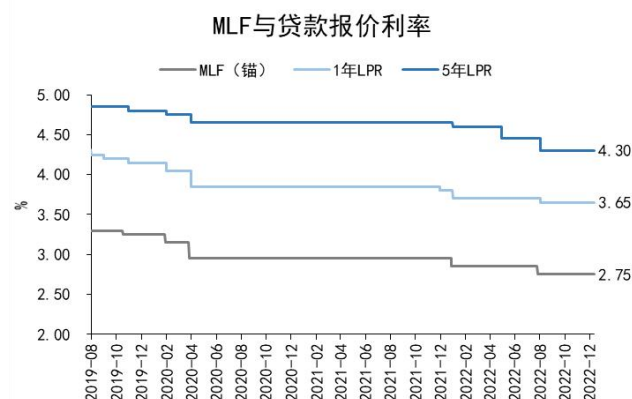
11 月 21 日，贷款市场报价利率（LPR）公布，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%，均与上月持平。央行其它关键利率无变化。

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



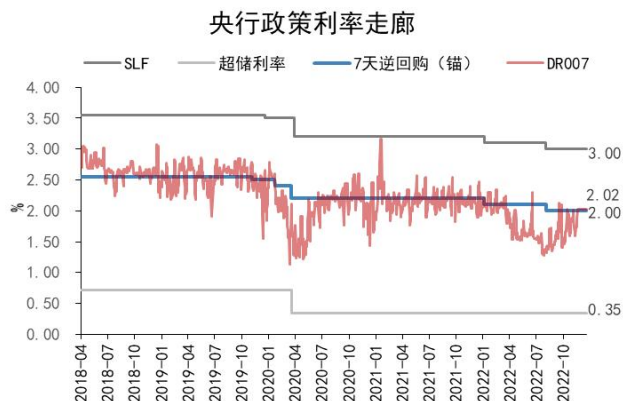
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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



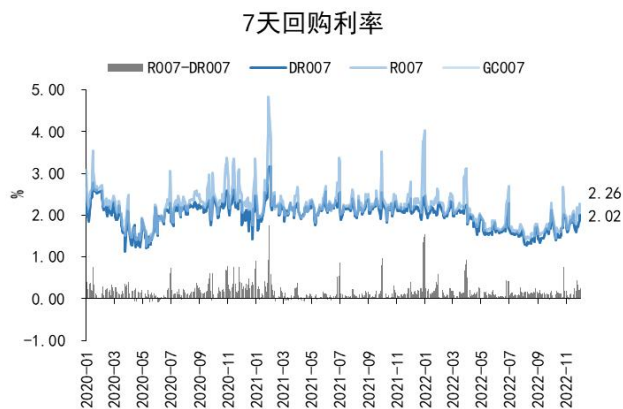
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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



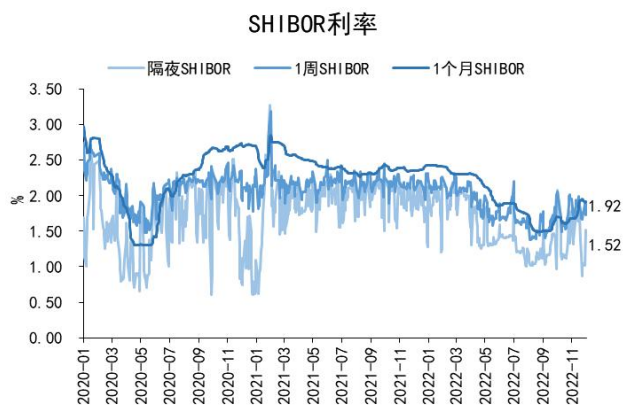
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 中长端流动性分层观察



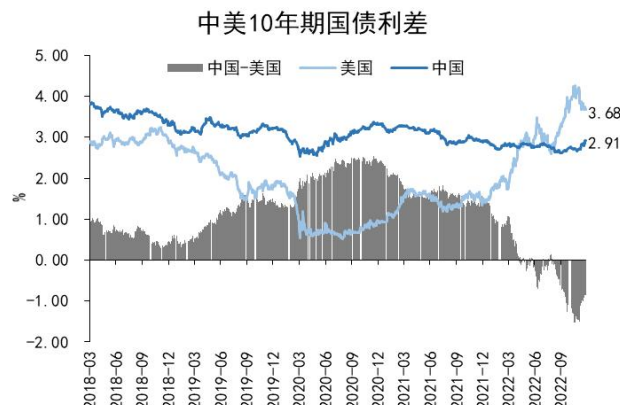
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 中美利差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

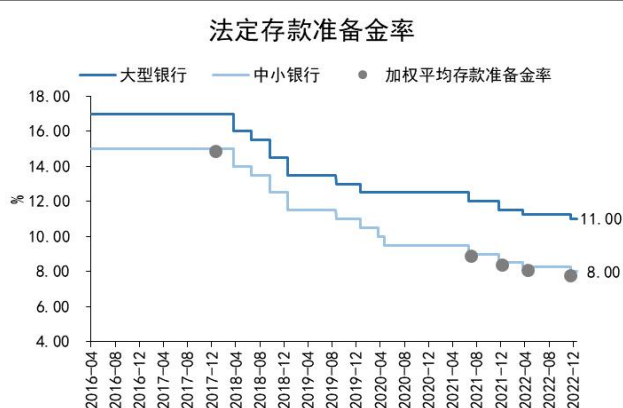
国内流动性：央行缩量续作

上周（11月21-27日），央行净投放流动性资金-3780亿元。其中：7天逆回购净投放-3780亿元（到期4010亿元，投放230亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。

本周（11月28-12月4日），央行逆回购将到期230亿元，其中7天逆回购到期230亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周四（12月1日）央行7天逆回购净投放3000亿元，14天逆回购净投放0亿元。

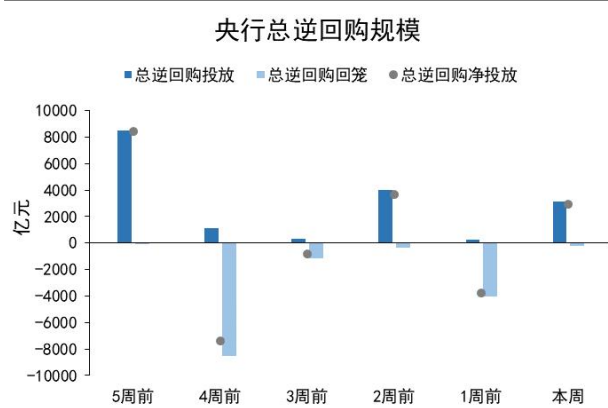
上周（11月21-25日），银行间市场质押回购平均日均成交6.10万亿，较此前一周（11月14-18日，5.19万亿）增加0.91万亿。隔夜回购占比为86.5%，较此前一周（85.1%）上升1.4pct。

图17：“三档两优”准备金体系



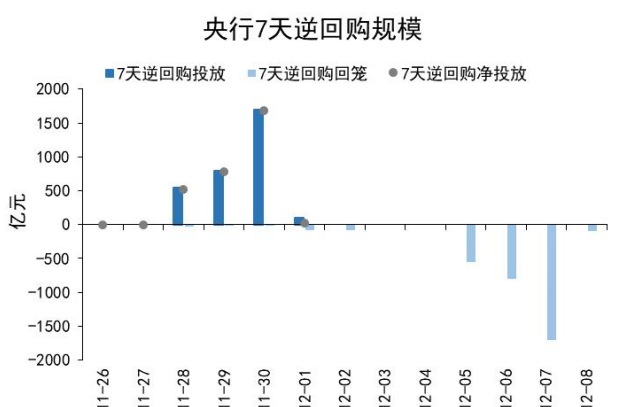
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：央行逆回购规模（本周投放截至周四）



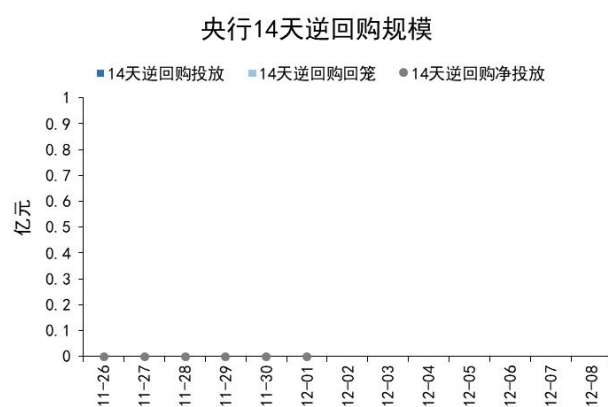
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：7天逆回购到期与投放



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：14天逆回购到期与投放



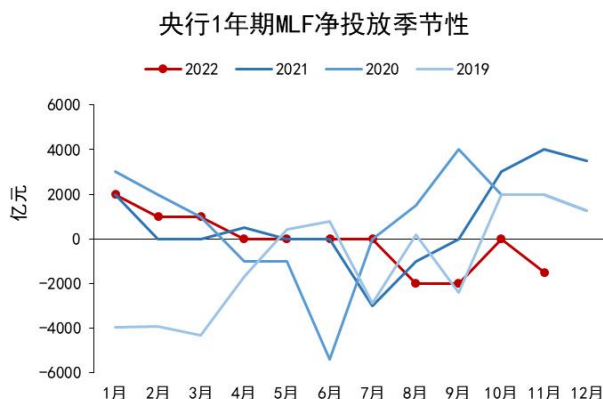
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图21: MLF 投放跟踪



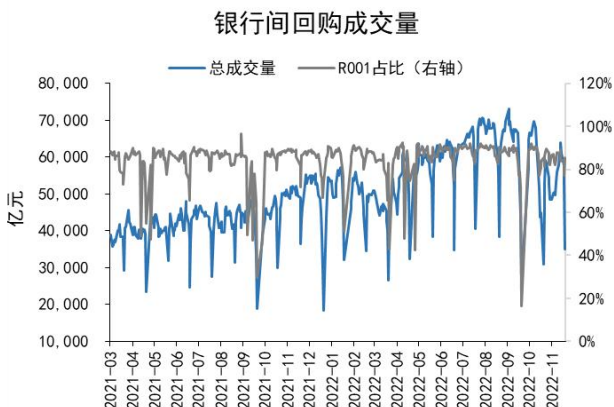
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: MLF 投放季节性



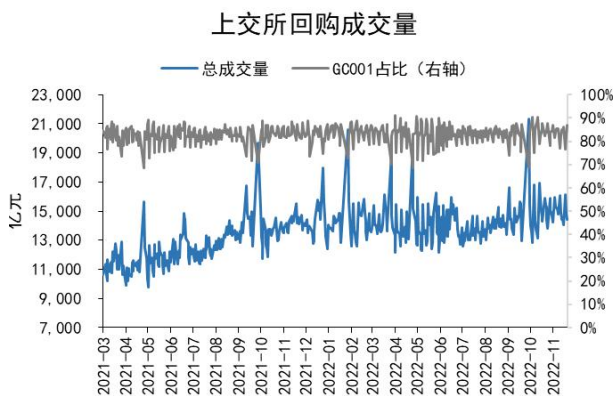
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 银行间回购成交量



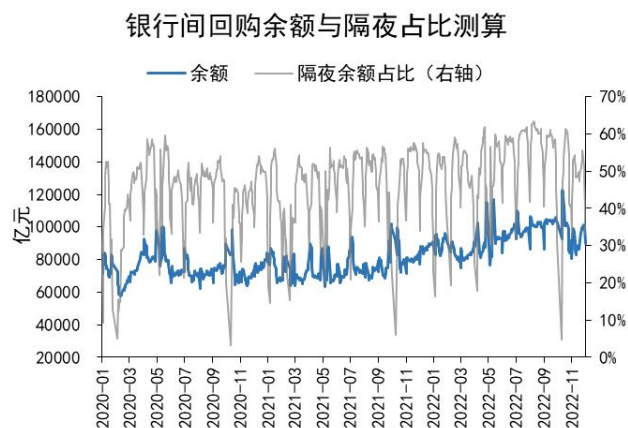
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 上交所回购成交量



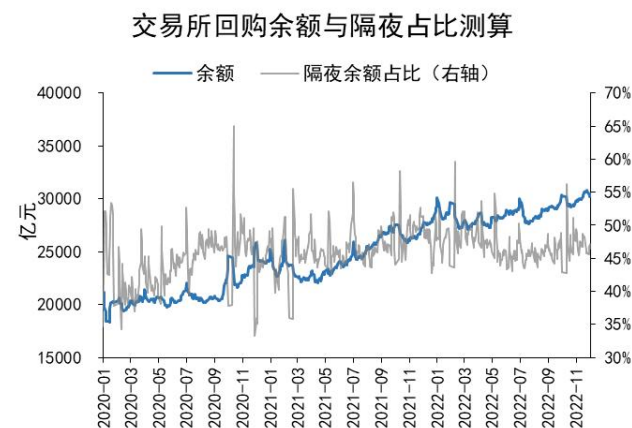
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 银行间回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 上交所回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

债券融资：显著回暖

政府债上周（11月21-25日）共计发行2106.5亿元，净融资1215.5亿元，较此前一周（11月14日-18日）的312.6亿元大幅增加。本周计划发行1307.2亿元，净融资额预计为616.9亿元。

同业存单上周（11月21-25日）共计发行5877.3亿元，净融资1334.9亿元，较此前一周（11月14日-18日）的-1187.9亿元大幅增加。本周计划发行2318.5亿元，净融资额预计为-1111.9亿元。

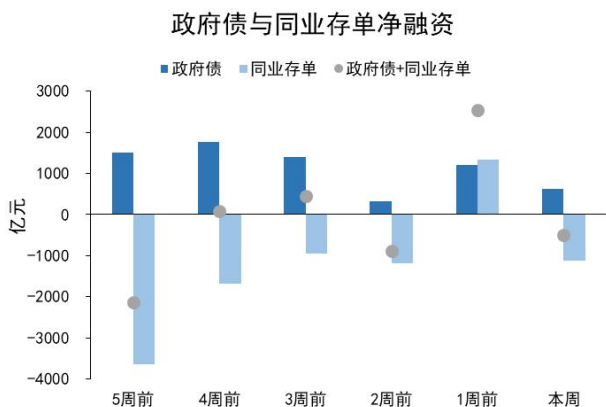
企业债券上周（11月21-25日）共计发行2846.1亿元，净融资-510.5亿元，较此前一周（11月14日-18日）的-1208.4亿元有所增加。其中城投债融资贡献约45.7%。本周计划发行2220.5亿元，净融资额预计为-1216.5亿元。

图27：债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）

| 单位：亿元 | 本周 | | | | | | | | | | | | 1周前 | |
|---------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|
| | 周一 | | 周二 | | 周三 | | 周四 | | 周五 | | 合计 | | 发行量 | 净融资 |
| 政府债 | 162.2 | -138.3 | 72.5 | 72.5 | 634.9 | 325.9 | 237.6 | 219.0 | 200.0 | 200.0 | 1307.2 | 616.9 | 2106.5 | 1215.5 |
| 国债 | 0.0 | -300.5 | 0.0 | 0.0 | 621.2 | 621.2 | 0.0 | 0.0 | 200.0 | 200.0 | 821.2 | 520.7 | 1921.1 | 1515.6 |
| 地方政府一般债 | 76.2 | 76.2 | 3.3 | 3.3 | 3.7 | -172.3 | 230.3 | 218.1 | 0.0 | 0.0 | 313.6 | 73.1 | 74.6 | -205.9 |
| 地方政府专项债 | 86.0 | 86.0 | 69.1 | 69.1 | 10.0 | -123.0 | 7.3 | 0.9 | 0.0 | 0.0 | 172.4 | 23.1 | 110.8 | -94.2 |
| 同业存单 | 868.5 | 709.0 | 960.7 | -508.7 | 382.9 | -759.6 | 106.4 | -92.8 | 0.0 | -273.8 | 2318.5 | -1111.9 | 5877.3 | 1334.9 |
| 企业债 | 426.3 | -864.8 | 712.6 | 85.4 | 478.2 | 87.4 | 502.9 | 374.4 | 100.5 | -599.6 | 2220.5 | -1216.5 | 2846.1 | -510.5 |
| 城投债 | 168.7 | -117.0 | 263.6 | 32.7 | 190.1 | 111.9 | 236.9 | 175.1 | 34.1 | -134.5 | 893.4 | -8.3 | 782.7 | -233.1 |
| 产业债 | 257.6 | -747.1 | 449.0 | 52.7 | 288.1 | -24.5 | 250.3 | 183.5 | 58.0 | -493.5 | 1302.9 | -1251.6 | 2113.4 | -379.2 |

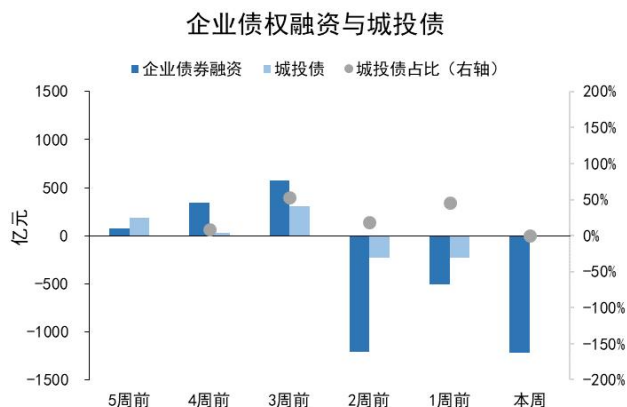
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28：政府债券与同业存单净融资



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29：企业债券净融资与结构

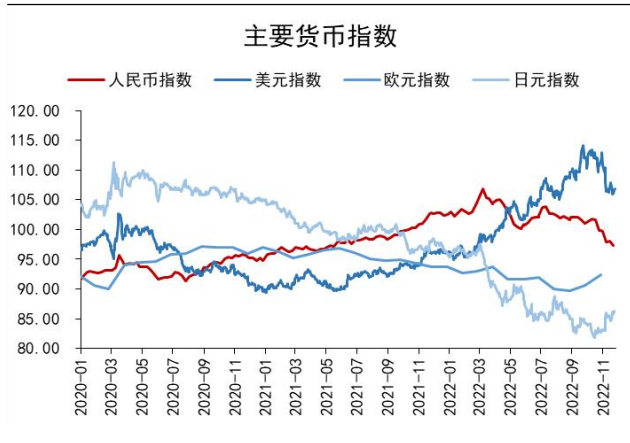


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

汇率：美元指数回落

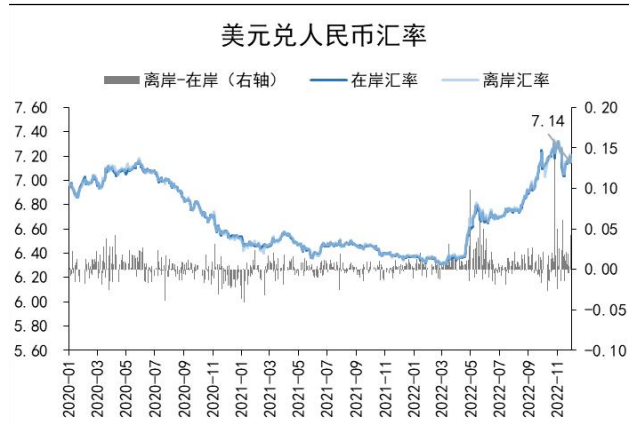
上周五（11月25日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（11月18日）下行0.87至97.25，同期美元指数下行0.9至106.07。11月25日，美元兑人民币在岸汇率较11月18日的7.13上行约340基点至7.16，离岸汇率从7.15上行约165基点至7.17。

图30: 主要货币指数走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图31: 人民币汇率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032