

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

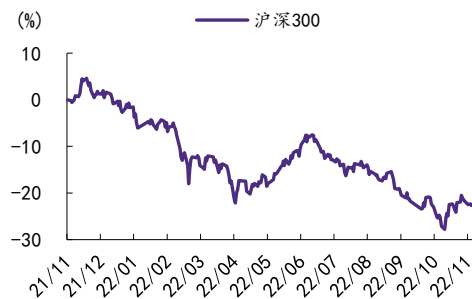
分析师：朱珠 S1050521110001

zhuzhu@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹 S1050121110002

yangqq@cfsc.com.cn

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

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。

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，进一步缓解房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。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49341

