



夏磊：降准之后会不会 降息？





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”。11月25日，央行宣布于12月5日降准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%，释放长期资金约5000亿元，降低金融机构资金成本每年约56亿元。

核心观点

为什么会降准？

释放稳增长积极信号。近期本土疫情呈现严峻复杂态势，疫情对生产生活负面影响加大。1-10月，全国固定资产投资同比增长5.8%，比1-9月回落0.1个百分点；10月社会消费品零售总额同比下降0.5%；出口（以人民币计）增长7.0%，前值10.9%。前期政策性开发性金融工具等稳增长政策投放已基本结束，此次降准释放长期资金约5000亿元，有助于加大基建、制造业、房地产领域信贷支持力度，稳定市场信心。

稳定货币政策宽松预期。一是今年8月、9月MLF小幅缩量2000亿元，10月等量平价续作，11月再度缩量1500亿元。三季度货币政策执行报告中提及“高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化”，市场宽松预期降温。二是防疫优化二十条和金融支持房地产十六条政策集中推出，预期转向引发债市暴跌，理财大量赎回形成负反馈链条。降准再次释放宽松信号稳定市场预期。

缓解资金面流动性压力。11月16日，1年期同业存单到期收益率升至2.65%，与MLF利率2.75%仅差10BPs；R001、R007、DR001、DR007利率分别升至2.04%、2.11%、1.94%和2.02%，接近OMO利率2%。为“做好年末经济工作提供适宜的流动性环境”，央行及时降准有助于缓解短期资金面流动性压力。

降准是姿态，但降成本空间有限

本次全面降准释放长期资金约5000亿元，以目前法定准备金利率1.62%计算，假定全部用来置换资金成本为2.75%MLF，预计将节约成本

约 56.5 亿元，仅相当于 2021 年银行净利润的 0.26%，对降息空间影响有限，不足以直接引导 LPR 调降。

宽货币更需宽信用

目前流动性处于偏充裕状态，降准后已充分确定央行的宽松态度。今年以来 M2 保持较高增速，社融连续 7 个月低于 M2 增速，需求不足导致流动性淤积，必须加大金融支持实体经济力度，避免资金空转。目前市场处于对流动性宽松较钝化、对流动性收紧高度敏感时期，需求是主要的制约因素。

加快稳增长政策落实需畅通宽信用传导。前期推出的财政金融政策支持重大项目建设、设备更新改造，是促投资带消费、稳经济调结构的重要举措，必须狠抓落实，促进宽货币向宽信用传导，才能尽快落实实物工作量，巩固经济回稳向上基础。

为什么降息还有空间？

经济增速下降，提供利率中枢下降空间。经济增速与投资回报率有关，进一步决定了利率中枢下降空间。据测算我国 2022-2023 年经济潜在中枢下降至 5.5%，2022 年前三季度实际 GDP 同比增长 3%，而当年发放贷款加权平均利率较上年末下降 42BPs。对比 2014-2015 年，在通胀水平保持相对稳定基础上，利率中枢降幅明显大于经济增速下降幅度，因此本轮降息还有充足空间。

居民按揭贷款不良率低，房贷加点有下行空间。居民房贷利率由 LPR 利率加点方式形成，基准利率之上的加点与贷款风险溢价有关。从贷款质量角度，个人按揭贷款不良率长期维持在 0.3% 左右，显著低于全部贷款的不良率，三季度个人住房贷款加权平均利率为 4.34%，即使房贷利率加点下行也可以充分覆盖风险溢价。

住房贷款利率与历史低值相比，还有下降空间。历史上，商业性个人住房贷款利率下限为 3.43%，目前部分城市调整后首套房最低利率为 3.8%，与历史低值相比还有下降空间。

降息值得期待

目前通胀压力较弱，经济恢复基础尚不稳固，降息仍值得期待。10 月 CPI 同比增长 2.1% (前值 2.8%)、PPI 同比下降 1.3% (前值 0.9%)；1-10 月工业企业利润同比下降 3%；10 月制造业 PMI 录得 49.2%，重回荣枯线下方。预计随着美联储放缓加息，外部掣肘因素减弱，央行降息概率将进一步提升。

风险提示：疫情反复；经济恢复不及预期；市场波动加剧；全球经济衰退风险。

报告正文

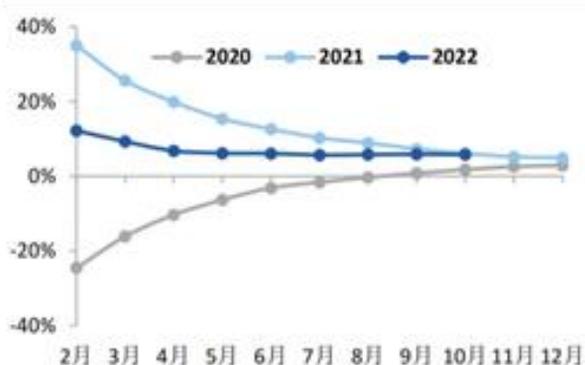
1、为什么会降准？

1.1、释放稳增长积极信号

近期本土疫情呈现严峻复杂态势，疫情对生产生活负面影响加大。

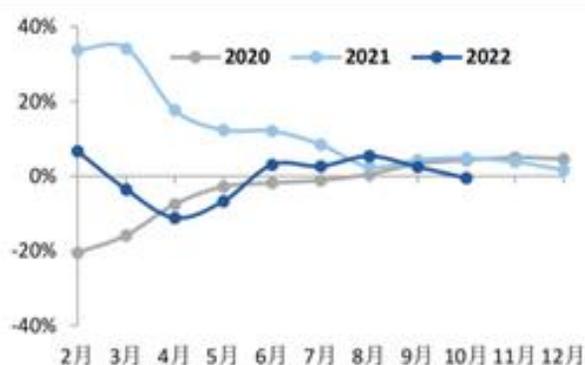
1-10月，全国固定资产投资同比增长5.8%，比1-9月回落0.1个百分点；10月社会消费品零售总额同比下降0.5%；出口（以人民币计）增长7.0%，前值10.9%。前期政策性开发性金融工具等稳增长政策投放已基本结束，此次降准释放长期资金约5000亿元，有助于加大基建、制造业、房地产领域信贷支持力度，稳定市场信心。

图1：近三年固定资产投资完成额累计同比增速



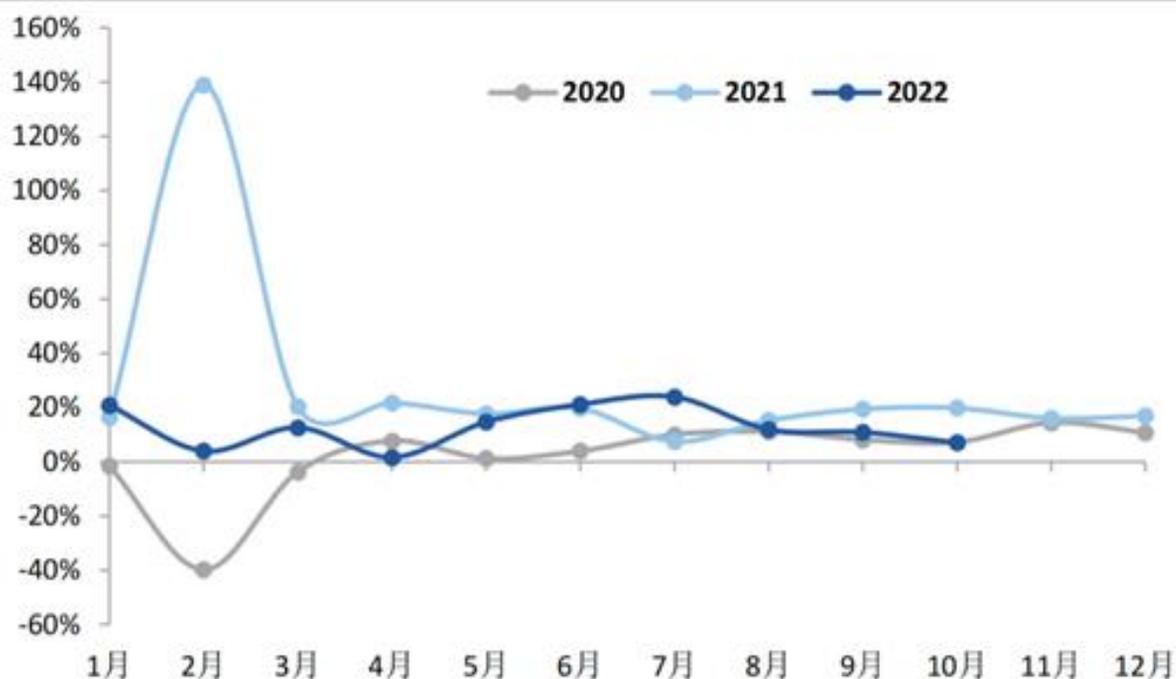
资料来源：wind，国海证券研究所

图2：社会消费品零售总额当月同比增速



资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：人民币出口金额当月同比



资料来源：wind，国海证券研究所

1.2、稳定货币政策宽松预期

一是今年 8 月、9 月 MLF 小幅缩量 2000 亿元，10 月等量平价续作，11 月再度缩量 1500 亿元。三季度货币政策执行报告中提及“高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化”，市场宽松预期降温。

二是防疫优化二十条和金融支持房地产十六条政策集中推出，预期转向引发佳市昇旺。理财十县同时形成各后链链条。降准再次释放宽松信号稳定

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_49613

