

2022 年 11 月 24 日

相关研究

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818x
qintai@swsresearch.com

新一轮降准置换 MLF 周期或将开启

—— 国常会再提“适时降准”点评

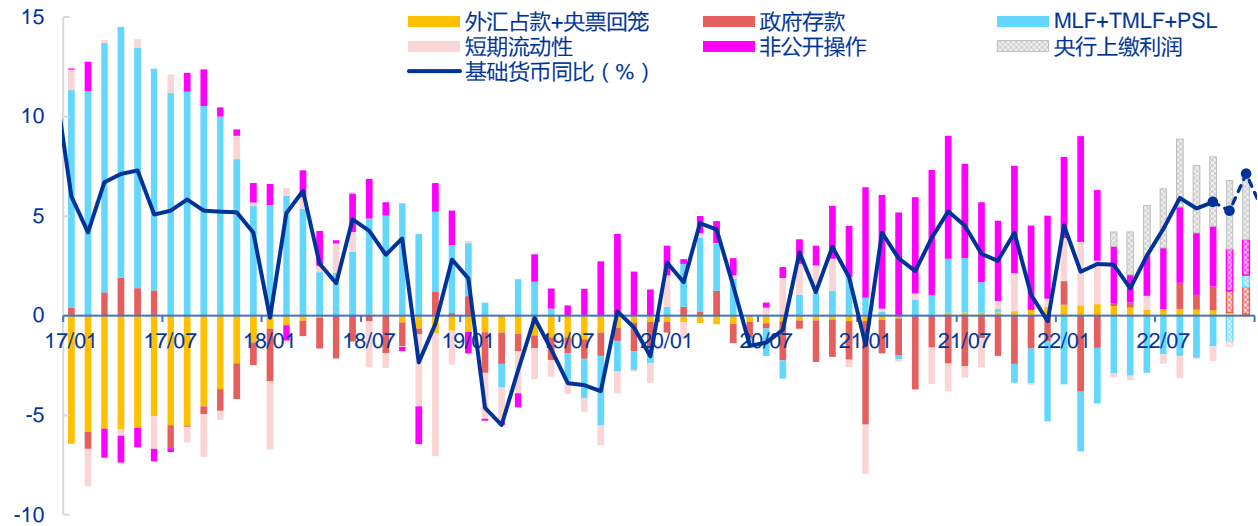
主要内容：

- **事件：**据 11 月 23 日央视新闻联播报道，11 月 22 日召开的国务院常务会议提出“适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”。根据以往货币政策操作惯例，国常会提及“适时降准”之后数日内宣布降准的概率较高。
- **一、今年以来流动性投放呈“低成本基础货币投放为主、银行存贷款利差压缩、财政扩张部分替代信用传导”三大特征，当前地产需求不旺、基建稳增长融资仍需保障，我们此前多次重申 11 月降准必要性较高，此次国常会定调对此形成验证。**今年以来出现了 M2 增速飙升但社融增速回落、前者高于后者的罕见现象，其背后反映出货币政策操作的三大阶段性特征。其一，MLF、再贷款再贴现、PSL 等基础货币投放成为主要的流动性投放工具，对商业银行来说投放流动性的成本较之于降准是更高的。其二，与商业银行资产端利率关联更密切的 5Y LPR 下调幅度大于与其负债成本更密切的 1Y LPR，令商业银行存贷款息差缩窄，银行扩张资产规模能力或受影响，信用传导效率或有下降。其三，今年以来实施的以存量增值税留抵退税为主的财政扩张政策，直接改善企业现金流，对企业经营性贷款形成部分替代，而同时央行提供了 1.1 万亿结存利润对财政扩张进行融资，更凸显了基础货币和 M2 双增、但信贷社融增速下降的现象。当前我国经济主要下行压力在于内需恢复动能尚待稳固，在地产需求连续下滑一年半、因城施策结构性放松地产供需政策三个季度之后，我们仍未看到地产需求出现明显拐点的迹象，当前阶段基建投资稳增长责任更加重大，信用融资需持续保障。展望 2023 年，我们认为最有效的宏观经济政策工具应是政府部门扩张债务杠杆，以财税体制改革有效提升中等收入群体收入预期，从而促进消费改善。央行在现阶段至明年的五个季度内持续提供流动性保障的必要性都较高。从具体时间节点上来看，我们此前报告中指出，9 月以来前期投放的流动性被信用扩张所吸收，银行间流动性趋紧，至 11 月是降准必要性较大的单月，本次国常会定调对此判断形成验证。
- **二、美联储加息预期最强的阶段已经过去，人民币贬值压力有望阶段性缓解，我们预计年底前货币政策操作可能采取“守势”，而明年仍将维持中性偏松的货币环境，但降准提供流动性乃至置换 MLF，或将成为 LPR 进一步引导下调的先决条件。**报告指出当前商业银行扩信用面临“流动性、资本和利率三大约束”，二季度以来商业银行负债端成本下行幅度明显小于资产端，银行存贷款利差明显收窄可能限制扩张资产规模的积极性。报告指出 9 月定期存款加权平均利率为 2.30% 较存款利率市场化调整机制建立前的 4 月仅下降 14bp 明显小于同期贷款利率下行幅度（4-9 月贷款加权平均利率下行 31bp，住房贷款利率下行 115bp）。这可能意味着未来潜在的降息操作之前，需央行通过降准置换 MLF 的方式引导商业银行负债端成本下降作为先决条件。
- **三、操作层面，我们维持本次降准 25BP 的预测不变。在 2023 年再贷款再贴现工具仍可提供合理基础货币增量的基础假设下，维持 2023 年全面降准 100-150BP 的预期不变，预计 2023 年可置换 MLF5000 亿-1.5 万亿不等，预计在此基础上 1Y LPR、MLF 利率全年可望下调 30-50BP，5Y LPR 等幅度或稍小幅度下调，7 天逆回购利率预计不变。新一轮降准置换 MLF 周期或将开启，2023 年充分降准或成为 LPR 进一步下调的先决条件。**据我们测算，本次降准所需幅度在 25BP 左右，本次降准之后，11 月、12 月末逆回购余额预期可分别减少至 5000 亿、7000 亿左右，小于正常年份逆回购余额。银行间资金面近日趋于紧张的局面有望有所缓和，此外央行选择在同一个月内进行基础货币投放和降准操作，或也证实了我们此前报告中的一项判断，即货币当局对当前房地产等内生投资、信用融资需求展望并不十分乐观。展望 2023 年，我们初步测算结果显示，2023 年 1 月、9 月流动性缺口明显较大，分别在这两个月各进行 50BP 降准的操作是较为必要的。假设 2023 年再贷款工具仍可提供与今年接近的增量基础货币供给，则降准 100-150BP 可在 2023 年全年置换出 5000-15000 亿存量 MLF，以有效引导商业银行负债成本下降，从而进一步向实体经济融资成本端形成传导。
- **风险提示：**稳增长政策见效速度慢于预期。



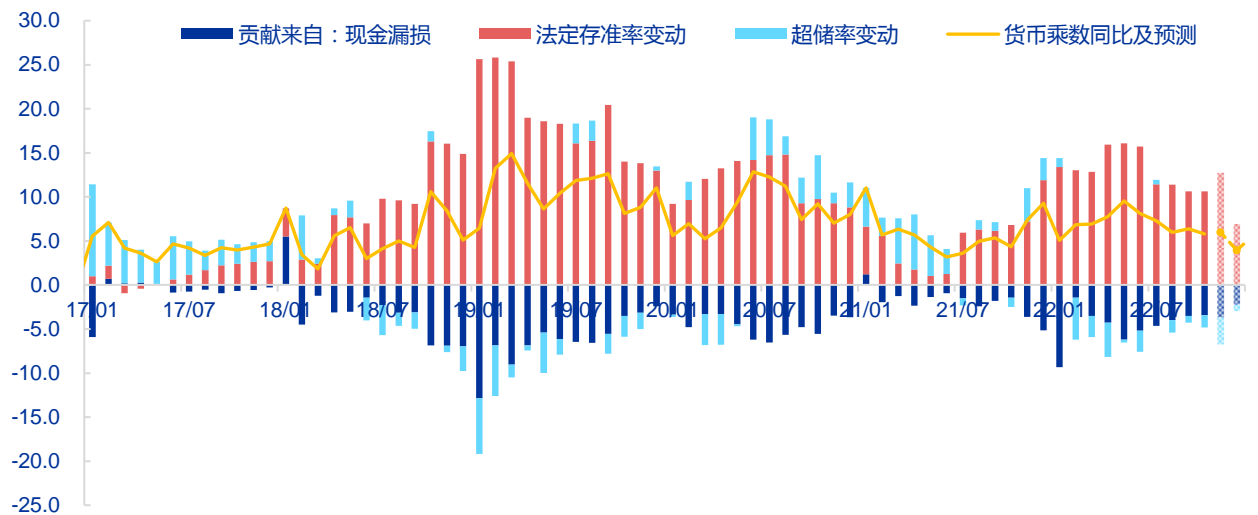
申万宏源研究微信服务号

图 1：基础货币同比、贡献结构及预测 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 2：货币乘数同比、贡献结构及预测 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。