

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理  
联系电话: +86 13682411569  
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 降准，为什么不多不少是 0.25 个百分点？

2022 年 4 月 15 日

- **如何理解央行全面降准 0.25 个百分点？** 第一，为稳定宏观经济大盘释放更加积极的信号。一季度以来，经济持续面临“三重压力”，新一轮疫情反弹，外部地缘政治危机凸显。此次降准有利于加强政策宽松力度，提振实体经济信心，修正预期。第二，全面降准 0.25 个百分点，刚好解决今年剩余的 5000 亿流动性缺口。根据我们测算，2022 年准备金缴存范围扩大所带来的流动性缺口约为 1.5 万亿，央行上缴结存利润之后，剩余缺口约为 5000 亿。全面降准 0.25 个百分点，共计释放长期资金约 5300 亿元，刚好对冲剩余缺口。
- **下一阶段，货币政策将以宽信用为主要发力点。** 基于我们构建的信用周期指数，一轮完整的周期大约持续三年左右。最新一轮周期以 2021 年 7 月央行降准为开端，8 月央行信贷座谈会释放明确政策信号，10 月起数据出现明显改善。据此判断，今年至少前三季度都将处于信用扩张周期，宽信用后续空间广阔。
- **五年期 LPR 有下调空间。** 历史上央行降准后，LPR 降与不降的情形都存在。我们判断后续 LPR 下降的可能性更大，第一，降准能够降低金融机构资金成本，有能力推动 LPR 下调。第二，国常会传递明确政策意图，将进一步加大金融对实体经济支持力度，降低企业综合融资成本。第三，当前是宽信用发力窗口，考虑到要进一步稳房贷、优化信贷结构，降 LPR 对实体经济的提振作用较大。
- **降政策利率面临美联储加息和汇率贬值的现实约束。** 第一，美联储即将进入沃尔克时期后，最猛烈的一轮加息周期。历史上，在美联储加息期，中国央行从未降低基准利率。中美利差已发生倒挂，若中国央行再降息，利差将承受更大的收缩压力。第二，2022 年一系列支撑人民币汇率的因素均发生扭转，包括疫情防控领先优势可能被打破、资本外流压力加大、出口增速趋于回落、美国货币政策紧于中国，人民币贬值压力开始显现。
- **基建发力蓄势待发，消费刺激政策值得期待。** 一季度以来专项债发行节奏加快、规模提升，财政部已下发年内剩余额度，加上去年四季度的 1.2 万亿，专项债资金已到位。今年以来发改委过审项目规模大幅提升，扩大投资的载体已就绪。当前促销费仍缺少关键一环，社会集团消费增长较慢，考虑到消费对于经济的重要支撑作用，4 月 13 日国常会上部署了大量促进消费的举措，后续可以期待更加具体、力度更大的消费刺激政策出台。
- **风险因素：** 疫情再度恶化，政策推进不及预期。

目 录

一、如何理解央行全面降准 0.25 个百分点？ .....	3
二、下一阶段展望：货币政策将以宽信用为主要发力点 .....	4
风险因素 .....	8

图 目 录

图 1：3 月制造业、非制造业 PMI 双双下滑至荣枯线以下 .....	3
图 2：准备金缴存范围一般小于 M2 和各项存款余额 .....	4
图 3：可以根据 M2 增速锚定准备金缴存范围增速 .....	4
图 4：根据信用周期指数，今年前三季度都将处于信用扩张期 .....	5
图 5：历史上央行降准后，LPR 降与不降的情形都存在 .....	5
图 6：美联储加息期，中国央行从未降低基准利率 .....	6
图 7：日前中美利差发生倒挂 .....	6
图 8：3 月中旬以来汇率方向出现扭转迹象 .....	7
图 9：2 月银行代客收付款由顺差转为逆差 .....	7
图 10：2022 年 1-3 月发改委过审项目规模大幅提升 .....	8
图 11：疫情后，社会集团消费增长始终慢于居民消费 .....	8

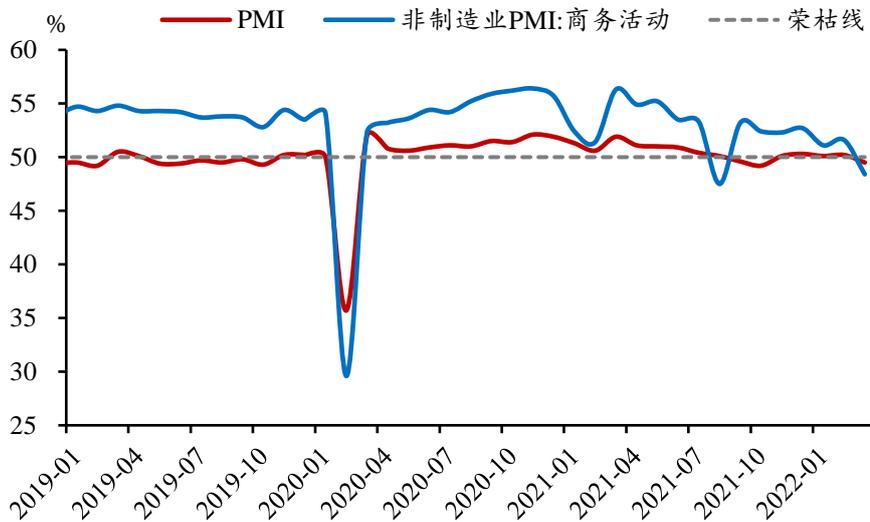
事件：

4月15日，中国人民银行下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。

## 一、如何理解央行全面降准0.25个百分点？

**第一，为稳定宏观经济大盘释放更加积极的信号。**一季度以来，经济面临的“需求收缩、供给冲击、需求转弱三重压力”持续存在，房地产链条景气度下行，制造业PMI落至荣枯线以下，新一轮疫情反弹，消费复苏受阻、中小微企业经营困难。外部环境面临全球供应链紧张、地缘政治危机下重要能源品短缺和涨价、美联储快速收紧政策等一系列冲击。近期稳增长政策信号不断强化，3月29日国常会提出“把稳增长放在更加突出的位置”、“稳定经济的政策早出快出，不但不利于稳定市场预期的措施”；Q1货币政策例会提出“强化跨周期和逆周期调节”、“主动应对”；4月13日国常会官宣降准，4月15日央行迅速响应。本次降准有利于加强政策宽松力度，提振实体经济信心，修正预期。

图 1：3月制造业、非制造业 PMI 双双下滑至荣枯线以下

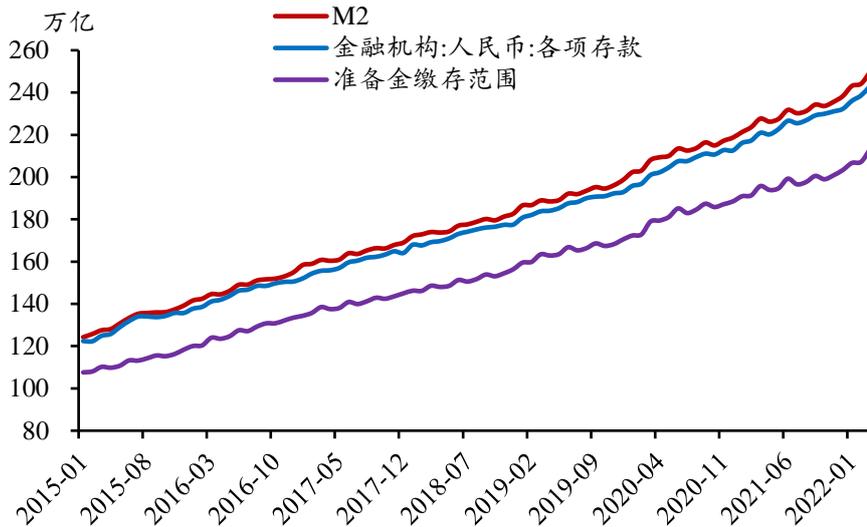


资料来源：Wind，信达证券研发中心

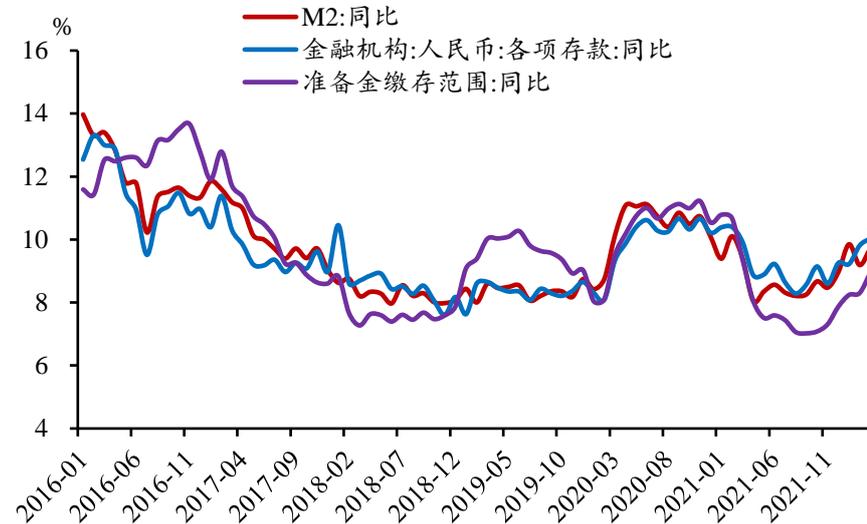
**第二，解决全年1.5万亿美元的流动性缺口。**除了释放积极信号之外，降准还有更加务实的原因——解决存款准备金增长带来的流动性缺口。准备金缴存基数每年都在增长，2021年底，准备金缴存范围约为203万亿元。我们可以通过预测M2增速的方法锚定今年准备金缴存范围的增幅，预计2022年M2增速为8.5-9%，则全年准备金缴存范围同比增加17.5-18.7万亿元，按去年12月央行降准后公布的8.4%的加权存款准备金率计算，准备金净增幅约为1.5万亿元。

**央行上缴结存利润之后，剩余缺口约为5000亿。**2022年3月8日，央行依法向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿元。上缴利润之后，央行资产负债表上资产方不变，负债方其他负债减少1万亿，政府存款增加1万亿。形成财政支出后，补充流动性1万亿。

**全面降准0.25个百分点，刚好解决剩余的5000亿缺口。**预计2022年准备金缴存范围增长至223.7-224.8万亿元，央行全面降准0.25个百分点，释放资金约5000亿，刚好对冲这一部分缺口。央行在今日答记者问公告中给出了准确数字，“此次降准共计释放长期资金约5300亿元”。

**图 2：准备金缴存范围一般小于 M2 和各项存款余额**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

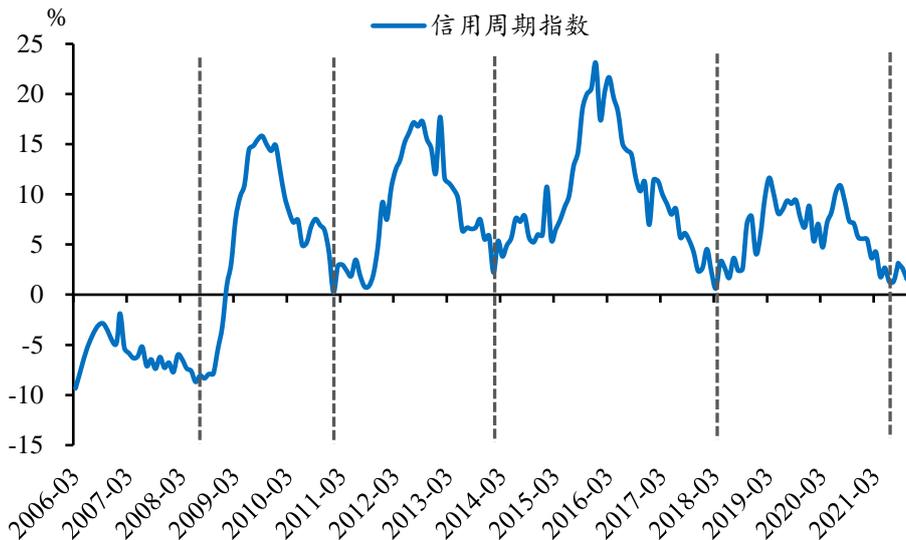
**图 3：可以根据 M2 增速锚定准备金缴存范围增速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、下一阶段展望：货币政策将以宽信用为主要发力点

第一，基于我们构建的信用周期指数，本轮宽信用正处于开始阶段，后续空间广阔。我国过去的几轮信用周期：200806-201101、201101-201401、201401-201803、201803-202106，一轮完整的周期大约持续三年左右。本轮宽信用周期以 2021 年 7 月央行降准为开端，8 月央行信贷座谈会释放明确政策信号，强调“保持信贷平稳增长”，2021 年 10 月起数据出现明显改善。据此判断，今年至少前三季度都将处于信用扩张周期。

图 4：根据信用周期指数，今年前三季度都将处于信用扩张期

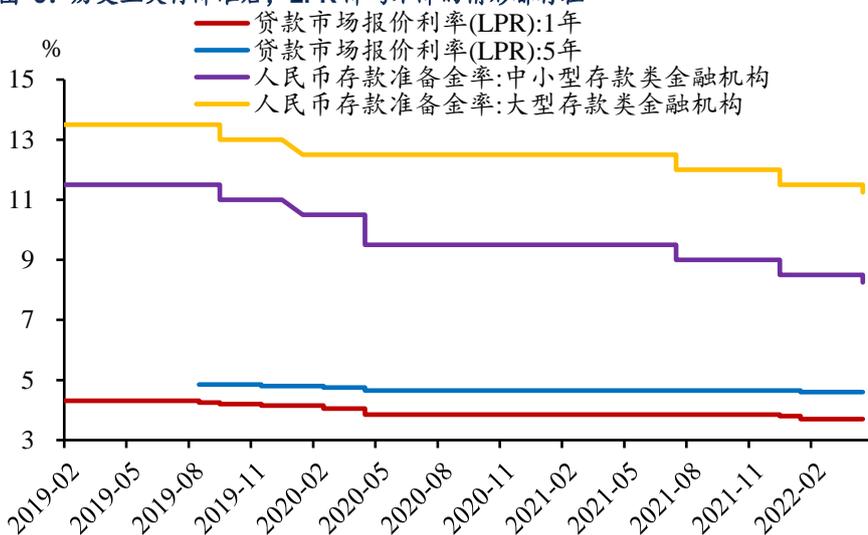


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 第二，考察央行其他政策工具，五年期 LPR 有下调空间，再降政策利率的空间已经很小。

1) **五年期 LPR 有下调空间。**历史上央行降准后，LPR 降与不降的情形都存在。以 2021 年为例，7 月降准后 LPR 未变，12 月降准后，1 年期 LPR 两次下调共 15bp，5 年期 LPR 下调 5bp。我们判断后续 LPR 下降的可能性更大，第一，降准能够降低金融机构资金成本，此次降准节约成本约 65 亿元，理论上有力推动 LPR 下调。第二，国常会传递明确政策意图“推动银行增强信贷投放能力，进一步加大金融对实体经济支持力度，合理让利，降低企业综合融资成本”。第三，当前是宽信用发力窗口，考虑到要进一步稳房贷、优化信贷结构，降 LPR 对实体经济的提振作用较大。

图 5：历史上央行降准后，LPR 降与不降的情形都存在



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

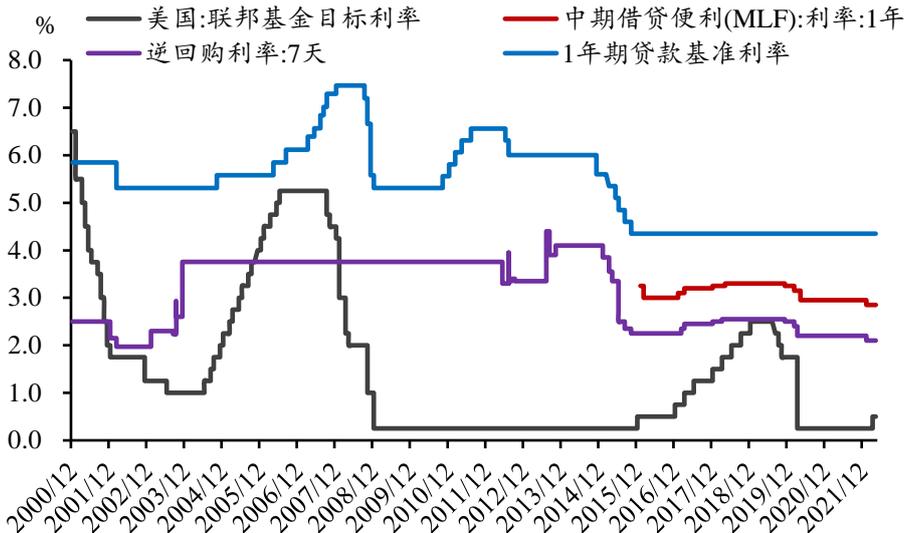
## 2) 降政策利率面临美联储加息和汇率贬值的现实约束。

历史上，在美联储加息期，中国央行从未降低基准利率。20151024，中国央行双降存贷款基准利率，20151217，美联储开始加息，这是中国降息距离美国降息最近的一次，距离两个月。

美联储即将进入沃尔克时期后，最猛烈的一轮加息周期。美国3月CPI、PPI数据再破市场预期，通胀继续爆表，石油危机以来的四十年间，历任联储主席从未面临如此之高的通胀。判断这一轮美联储加息周期，沃尔克时期的经验将更具参考意义。3月4日国会听证会上，议员提问鲍威尔“是否会像沃尔克一样严厉控制通胀”，鲍威尔回答“沃尔克是那个时代最伟大的公职人员之一，历史会证明，这个问题的答案是肯定的”。除此之外，鲍威尔近期还表态要对通胀采取强硬行动，必要时一次加息50基点。联邦基金利率期货显示，5月加息50bp的概率已高达87%。

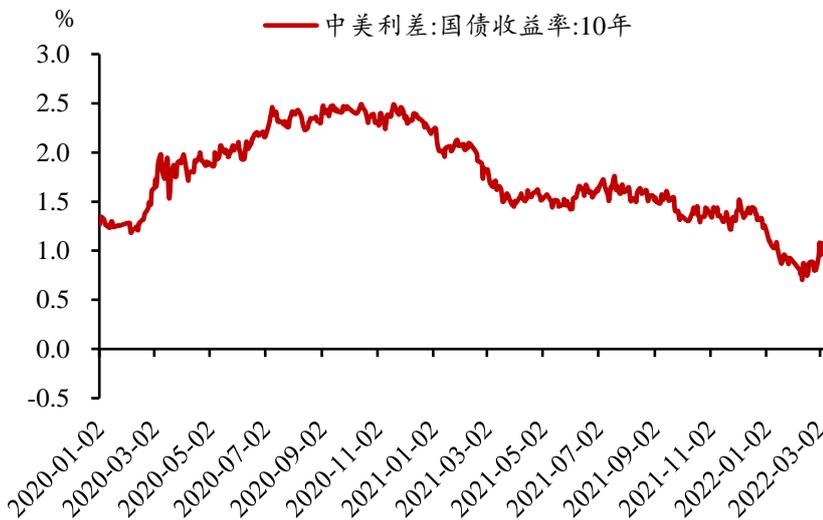
中美利差已发生倒挂，若中国央行再降息，利差将承受更大的收缩压力。4月11日中美十年期国债收益率倒挂2bp，自2010年以来首次发生倒挂，4月14日倒挂幅度升至6bp。

图 6：美联储加息期，中国央行从未降低基准利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：日前中美利差发生倒挂

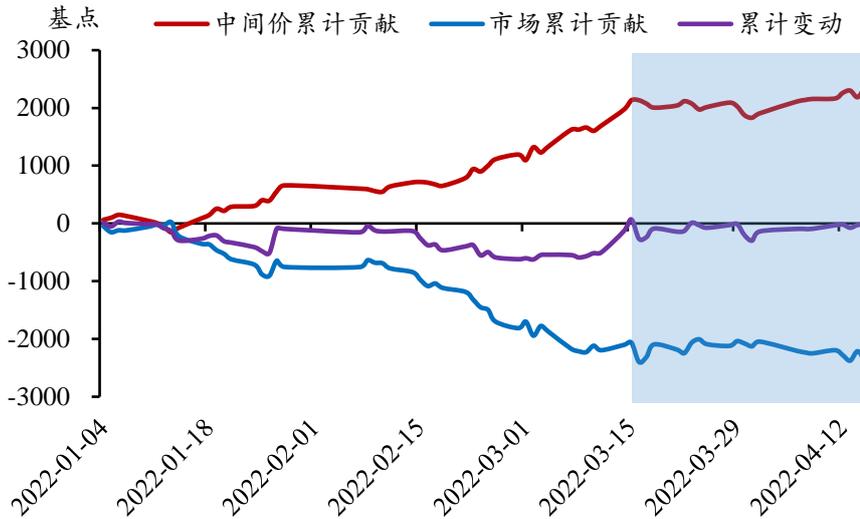


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2022 年一系列支撑人民币汇率的因素均发生扭转，人民币贬值压力开始显现。3 月中旬以来汇率方向出现扭转迹象，市场力量开始以驱动人民币贬值为主，中间价开始对冲贬值压力维稳汇率。在未来可能发生扭转的几大因素：第一，中国疫情防控优势在 2022 年可能被打破，发达国家解封迈向共存，新兴经济体有望收窄免疫鸿沟。第二，2022 年以来资本外流压力增大，尤其体现在证券市场的资本外流，2 月银行代客收付款差额发生方向性转

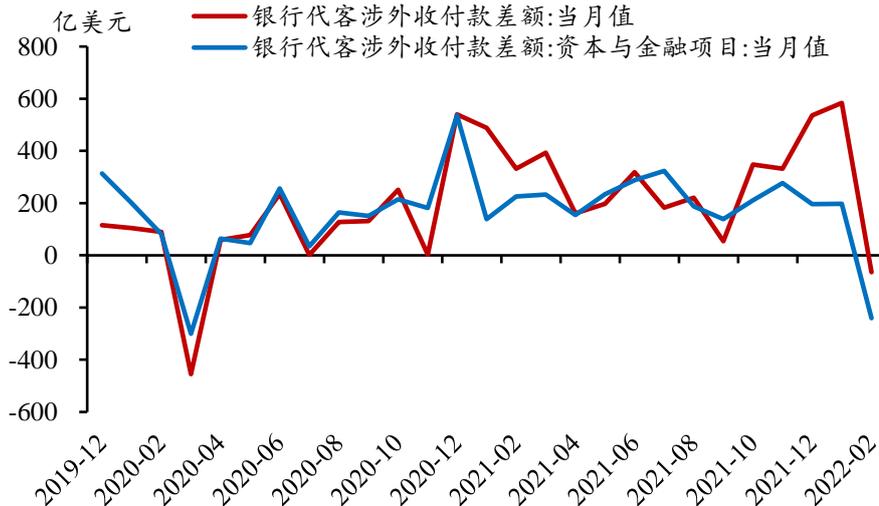
变，顺差转为逆差，须警惕人民币出现贬值预期。**第三**，2022年出口增速可能前高后低，对人民币汇率的支撑减弱。**第四**，美国货币政策明显紧于中国，可能推动人民币转为贬值。

图 8：3月中旬以来汇率方向出现扭转迹象



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：2月银行代客收付款由顺差转为逆差



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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\\_40406](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40406)

