

总量研究

央行亮剑，五问降准

——光大宏观周报（2022-04-16）

要点

事件：中国人民银行决定于 2022 年 4 月 25 日下调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），对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5% 的农商行，在下调存款准备金率 0.25 个百分点的基础上，再额外多降 0.25 个百分点。

核心观点：央行此次降准，意在通过压降金融机构负债成本的方式，促进综合融资成本继续下行，进而刺激微观主体活力。25 个基点的普降幅度，不仅可以避免流动性过剩，也可以为未来预留政策空间。在美联储货币加速紧缩之前降准，则可以缓解人民币汇率贬值和资本流出压力。同时，此次降准，进一步强化了政策底的市场预期，后续伴随着信心持续修复，权益市场有望在震荡中逐步走出修复行情。向前看，央行有望通过持续推出多项政策组合，引导 LPR 报价利率与社会综合融资成本继续下行。

五问之一：为什么再次降准？

目前仍处于宽信用的初期阶段，扭转实体经济低迷的融资需求，需要货币政策继续引导贷款利率下行，而降准有助于压降商业银行等金融机构的负债成本，推动社会综合融资成本进一步下行，进而刺激微观主体活力。

五问之二：为什么选择在此时点降准？

在欧美货币政策转向加速紧缩之前降准，不仅可以为国内稳增长创造一个较为适宜的流动性环境，也可以减弱政策分化所带来的不确定性冲击，缓解人民币汇率贬值和资本流出压力。同时，也是响应中央“早落地、早见效”的政策部署，有利于及早提振各方预期。

五问之三：为什么是全面降准 25BP，而不是 50BP？

第一，目前银行间市场流动性总体处于合理充裕态势，并且二季度 MLF 到期量有限。全面降准 50BP 至少会投放 1 万亿以上的长期流动性，可能会导致流动性水平过于充裕，进而产生资金空转套利等问题。第二，存款准备金率作为政策工具的空间已较为有限，适度调降存款准备金率，可以为金融继续加大对实体经济的支持预留空间。第三，针对特定金融机构定向降准 50BP，可以对受疫情严重影响行业和中小微企业，实施更为精准的、更大力度的政策扶持。

五问之四：如何看待后续货币政策空间？

在国内疫情持续反弹、稳增长压力增强的背景下，央行有望通过持续推出多项政策组合，引导 LPR 报价利率与社会综合融资成本继续下行，包括但不限于调降政策利率、定向引导存款利率上限下行、增加再贷款额度以及加大公开市场操作等政策措施。

五问之五：降准将会对经济和市场带来哪些影响？

第一，有利于维持新增融资持续处于合意水平，但仍需要产业政策等其他政策措施的配合。第二，此次降准，是对 3 月 16 日金稳会释放出的政策底信号的再一次确认，有利于增强市场对于经济企稳回升，企业盈利修复的信心，扭转前期较为低迷的预期。因而，我们认为，境内股票市场的情绪底和市场底大概率也已经出现，后续伴随着信心持续修复，市场将在震荡中逐步走出修复行情。

风险提示：政策落地不及预期，新冠肺炎本土疫情大范围扩散，各地重大项目推进不及预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwh@ebsecn.com

相关研报

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏 —— 流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌？—— 流动性洞见系列四（2022-01-25）

货币微松能为稳增长做些什么？—— 光大宏观周报（2022-01-16）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么？—— 流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？—— 流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息 —— 光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一（2021-11-21）

全球再平衡：能源革命、共同富裕、制造重构 —— 2022 年宏观年度策略报告（2021-11-02）

美债交易逻辑已悄然变化 —— 美联储观察系列二（2021-09-02）

为什么我们认为四季度可能会降息？—— 货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？—— 货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？—— 货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？—— 货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

1、央行亮剑，五问降准	4
1.1、为什么再次降准?	4
1.2、为什么选择在此时点降准?	6
1.3、为什么是全面降准 25BP，而不是 50BP?	6
1.4、如何看待后续货币政策空间?	7
1.5、降准将会对经济和市场带来哪些影响?	8
2、海外观察.....	9
2.1、海外疫情：美国新增确诊略有回升，疫苗接种推进.....	9
2.2、金融与流动性数据：美债收益率上行，通胀预期回升.....	9
2.3、全球市场：全球股市普遍下跌，大宗商品涨多跌少.....	10
3、国内观察.....	11
3.1、上游：原油价格环比下跌，动力煤、焦煤价格趋势分化，铜价、铝价趋势分化.....	11
3.2、中游：水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降.....	12
3.3、下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价、水果价格趋势分化.....	13
3.4、流动性：货币市场利率和债券市场利率下行.....	13
4、下周财经日历.....	14
5、风险提示.....	14

图目录

图 1：压降贷款利率的途径拆解.....	5
图 2：内外平衡压力增大期间的总量型货币政策工具使用情况	8
图 3：美国新增确诊略有回升（7 天移动平均）	9
图 4：疫苗接种比例持续上升	9
图 5：美国 10 年期国债收益率较上周上行	10
图 6：英法德日国债收益率普遍上行	10
图 7：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡上行	10
图 8：美国投资级企业债利差走阔	10
图 9：全球股市普遍下跌.....	11
图 10：大宗商品价格涨多跌少	11
图 11：原油价格环比下跌.....	11
图 12：动力煤均价环比持平、焦煤均价环比上涨	11
图 13：铜价环比上涨，库存同比下跌.....	12
图 14：铝价环比下跌，库存同比下降.....	12
图 15：水泥价格指数环比上升	12
图 16：螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降.....	12
图 17：商品房成交面积跌幅扩大	13
图 18：猪价、菜价、水果价格趋势分化.....	13
图 19：货币市场利率下行.....	14
图 20：债券市场利率下行.....	14

表目录

表 1：下周全球经济数据热点	14
----------------------	----

1、央行亮剑，五问降准

事件：2022 年 4 月 15 日，中国人民银行发布公告：为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，中国人民银行决定于 2022 年 4 月 25 日下调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）。为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5% 的农商行，在下调存款准备金率 0.25 个百分点的基础上，再额外多降 0.25 个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.1%。

核心观点：央行此次降准，意在通过压降金融机构负债成本的方式，促进综合融资成本继续下行，进而刺激微观主体活力。25 个基点的普降幅度，不仅可以避免流动性过剩，也可以为未来预留政策空间。而在美联储货币加速紧缩之前降准，则可以缓解人民币汇率贬值和资本流出压力。同时，此次降准，进一步强化了政策底的市场预期，后续伴随着信心持续修复，权益市场有望在震荡中逐步走出修复行情。向前看，央行有望通过持续推出多项政策组合，引导 LPR 报价利率与社会综合融资成本继续下行。

1.1、为什么再次降准？

目前仍处于宽信用的初期阶段，扭转实体经济低迷的融资需求，需要货币政策继续引导贷款利率下行，而降准有助于压降商业银行等金融机构的负债成本，推动社会综合融资成本进一步下行，进而刺激微观主体活力。

目前我国宏观经济环境仍处于“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力之下，叠加年后国内疫情对正常生产经营活动的扰动程度明显增强，国内“稳增长”的政策诉求日益强烈，在产业政策、财政政策相继发力的背景下，货币政策承担着为宏观经济运行提供合意流动性环境，以及促进新增贷款处于合意水平的职责。

从融资数据来看，今年以来，新增融资在明显高于和低于市场预期之间反复切换，我们认为这可能主要源于“融资供给充足、实体需求疲弱”背景下的政策力度调整所致，也就是说，在融资下行压力较大的时期，政策层面的力度会更猛一些，而在政策驱动下，融资数据有了一定改善后，政策力度就会降下来，但实体经济的内生融资需求又比较疲弱，整个融资数据又会降下来，也就是说，融资供给充足而中长期融资需求疲弱的态势仍未改变，表明宽信用的持续性仍然需要政策助力。

那么货币政策如何才能提振实体经济融资需求呢？通过对 2004 年以来贷款需求指数的分析，我们发现，贷款需求指数由低位向高位修复的转折点，往往会伴随着贷款利率的明显下调，也就是说，实体经济贷款对实际贷款利率更加敏感。

通过对实际贷款利率的分析，我们可以将实际贷款利率拆分为三个部分，分别是商业银行负债成本、最优客户贷款利率与负债成本之间的点差、普通客户与最优客户贷款利率之间的信用风险补偿。如果想要压降实际贷款利率，则只需压降这三个部分中的某个部分或者某几个部分便可。

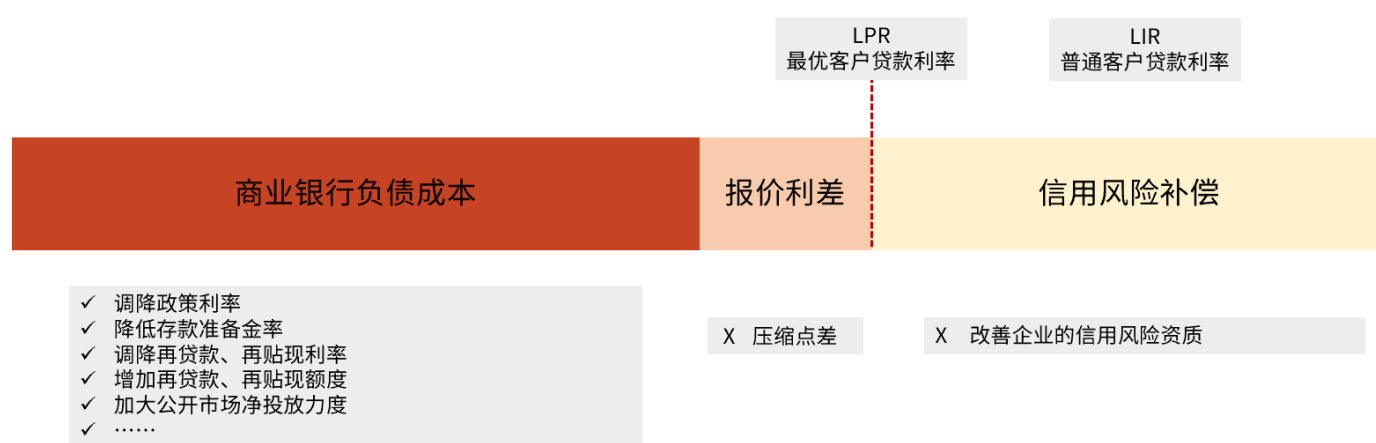
首先，如果想要压降普通客户与最优客户贷款利率之间的信用风险补偿，则需要普遍改善企业本身的信用风险资质，对经济增速处于上行周期的宏观阶段来讲，这点相对容易实现，而在经济增速面临较强下行压力的背景下，企业本身的信用风险资质能维持不变便已经比较困难，因而，在当前宏观背景下，压降信用风险补偿部分的点差则显得相对困难。

其次，如果想要压降最优客户贷款利率与负债成本之间的点差，则意味着要在保持商业银行边际负债成本不变的情况下，压薄商业银行的利润空间，而在经济增速处于下行周期的宏观阶段，商业银行理论上应该增厚利润空间以对冲信用风险的恶化，此时，压薄商业银行的利润空间并不利于商业银行体系的稳健经营。而且，目前 1 年期 LPR 与 MLF 的报价利差已经被压缩至 85BP，进一步压降的空间已经较为有限。

最后，如果以上两种途径实施起来均有难度，那便只能通过帮助商业银行降低边际负债成本，来引导实际贷款利率下行。并且，我们观察到，2 月以来商业银行同业存单发行量和发行利率均有明显上行，侧面反映出目前商业银行获取中长期负债的成本在提升。

央行如何通过货币政策帮助商业银行降低边际负债成本呢？我们认为主要有以下几条途径：一是，调整 MLF、OMO 等政策利率，引导银行间融资成本下行；二是，调整存款基准利率上限，直接压降商业银行等金融机构负债成本；三是，调降存款准备金率，通过释放法定存款准备金的形式，向商业银行注入长期低成本负债；四是，增加再贷款、再贴现额度，并可选择同时调降再贷款、再贴现利率。

图 1：压降贷款利率的途径拆解



资料来源：光大证券研究所整理

1.2、为什么选择在此时点降准？

在欧美货币政策转向加速紧缩之前降准，不仅可以为国内稳增长创造一个较为适宜的流动性环境，也可以减弱政策分化所带来的不确定性冲击，缓解人民币汇率贬值和资本流出压力。同时，也是响应中央“早落地、早见效”的政策部署，有利于及早提振各方预期。

一方面，今年3月以来，国内疫情反弹程度明显增强，3月制造业PMI指数再次转为收缩区间，稳增长压力和政策诉求明显增强。同时，在稳增长发力的政策诉求下，今年政府债券净融资规模约在7.02万亿元，并且发行节奏明显前置，这会导致在正常的流动性投放节奏下，银行间市场流动性可能会存在一定压力。从银行间市场流动性缺口测算来看，4月和5月是流动性缺口相对较高的阶段，而此时降准，便可以对商业银行的长期流动性形成有益补充，进而为政府债券融资营造了一个较为稳定的流动性环境。

另一方面，无论是美国货币市场的交易数据，还是美联储FOMC委员最近给出的政策指引，均指向美联储将于5月议息会议开始加快货币紧缩节奏，届时人民银行所面临的内外平衡压力将会明显提升。从证券交易数据来看，2022年一季度陆股通净流出243亿元，港股通净流出792亿元，持有中债净减少1150亿元，股债投资合计流出资金约2185亿元。资本项下资金已经从今年一季度开始转为净流出，如果在美联储货币加速紧缩之后再降准，无疑会加大资金外流和人民币汇率贬值的压力。（详见我们于2022年4月11日发布的报告《中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六》）

1.3、为什么是全面降准25BP，而不是50BP？

全面降准25BP，定向降准50BP，这是央行首次进行50BP以下幅度的全面降准，同时，也明显低于市场预期，我们认为主要是出于以下三个方面的考量：

第一，从银行间流动性水平来看，今年以来（截至4月15日），R007基本以2.26%为中枢呈现区间震荡态势，DR007基本以2.07%为中枢呈现区间震荡态势；4月以来，R007基本保持在2.03%附近的水平，DR007基本保持在1.91%附近的水平，可以说银行间市场流动性总体处于合理充裕态势，并且二季度MLF到期量处于较低水平。在这样的背景下，全面降准50BP至少会一次性向市场投放1万亿以上的长期流动性，可能会导致银行间市场的流动性水平过于充裕，进而产生资金空转套利等不良影响。

第二，如果我们以5%作为法定存款准备金率的一个隐含下限，而此次降准后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%。这也就意味着，存款准备金率作为政策工具的空间已经较为受限了，合适使用存款准备金率这个政策工具，可以为未来金融体系继续加大对实体经济的支持预留空间。

第三，针对中小银行长期负债来源较为受限的问题，央行对没有跨省经营的城商行且存款准备金率高于 5% 的农商行，进行了 50BP 的定向降准，可以对受疫情严重影响行业和中小微企业，实施更为精准的、更大力度的政策扶持。

1.4、如何看待后续货币政策空间？

在国内疫情持续反弹、稳增长压力增强的背景下，央行有望通过持续推出多项政策组合，引导 LPR 报价利率与社会综合融资成本继续下行，包括但不限于调降政策利率、定向引导存款利率上限下行、增加再贷款额度以及加大公开市场操作等政策措施。

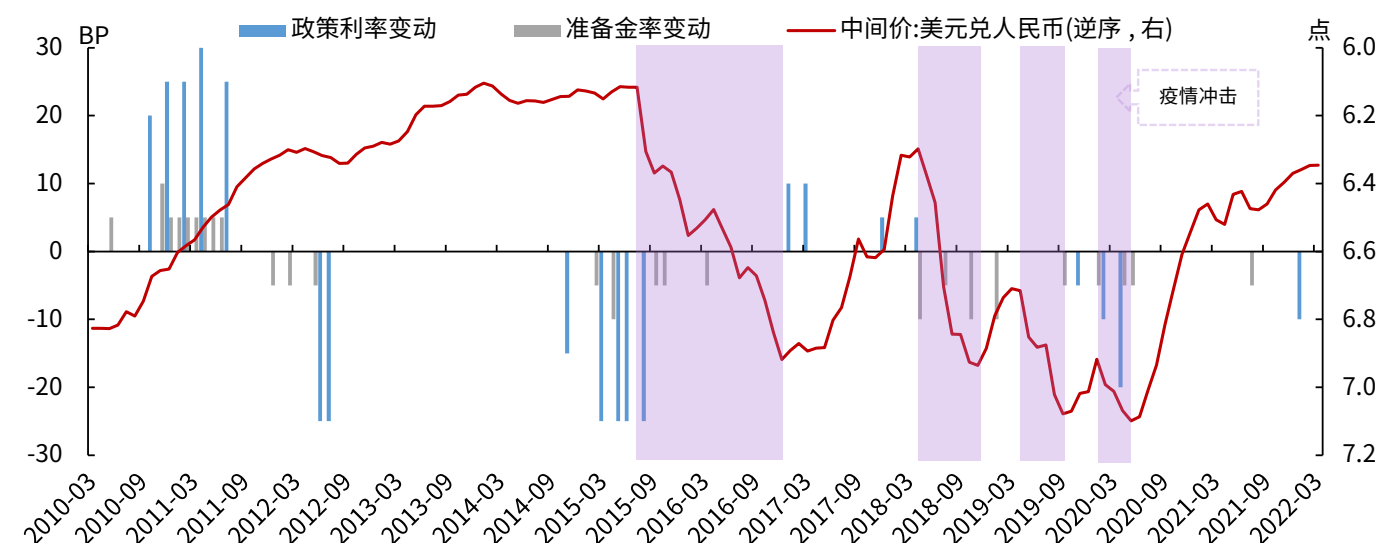
可以看到，除了宏观经济遭遇疫情突然重创的 2020 年一季度，在内外平衡压力增大期间，人民银行更多是通过数量型工具引导 LPR 报价利率和贷款利率下行，对冲经济下行压力。因而，在国内疫情总体可控的背景下，后续人民银行有望继续通过增加再贷款再贴现额度、加大公开市场操作力度等方式补充银行间流动性水平、降低商业银行边际负债成本，引导贷款利率下行。但若国内疫情反弹程度超出预期，央行政策工具箱可能会进一步打开，通过调降政策利率的方式，更为直接地引导 LPR 报价利率下行，也不是没有可能。

另外，2020 年疫情以来，市场对是否会调降存款利率上限的关注度日益升温。我们认为，全面调降存款利率上限的概率较低，尤其是在内外平衡压力增大期间，但是定向引导中小型银行调降存款利率上限的可能性较高，主要出于两点考量：

第一，由于中小银行在获取存款负债的能力上，天然弱于大型商业银行，因而，更容易通过较高的存款利率来吸引储户，这就在客观上导致了中小银行的负债成本较高。但中小银行在提高存款利率与大行争夺储户存款的同时，更要在中小行之间进行储户存款争夺，这就导致中小行存款利率在竞争压力下存在不合理定价，压降中小行存款利率的必要性明显提升。

第二，中小银行是对小微企业投放信贷的主力，在负债获取成本较高的情况下，信贷投放利率也会处于较高水平，这一部分多出来的信贷利率，不仅包含了小微企业本身的信用风险溢价，同时包含了中小银行负债成本溢价，而受疫情冲击更为明显的小微企业本身需要更多的政策扶持，因而，压降中小银行负债成本显得更为重要。

图 2：内外平衡压力增大期间的总量型货币政策工具使用情况



资料来源：iFind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 3 月

数据说明：政策利率变动为当月政策利率的变化幅度，2016 年之前的政策利率选用 1-3 年贷款基准利率，2016 年及以后选用的是 7 天期逆回购操作利率；准备金率变动为当月准备金率的变化幅度除以 10，准备金率选用的是中小型存款类金融机构的存款准备金率，紫色区域表示内外平衡压力较大期间。

1.5、 降准将会对经济和市场带来哪些影响？

第一，有利于维持新增融资持续处于合意水平，但仍需要产业政策等其他政策措施的配合。虽然当前新增融资呈现出明显的政策驱动特征，融资供给相对充足，但在实体经济融资需求相对疲弱的状态下，融资主体缺少抓手。但前期政策层已经对产业政策和财政政策做出了一些调整，正像 4 月 14 日人民银行 2022 年第一季度金融统计数据新闻发布会所说的，目前已经有超过 100 多个城市的银行自主调降了房贷利率，这些政策的调整本身将会在一定程度上提振融资需求。而此次降准，一方面，降低了金融机构的资金成本，有利于促进社会综合成本稳中有降，激发微观主体的融资需求，另一方面，也为金融机构补充了较为稳定的长期负债，有利于金融机构增加贷款投放。

第二，在稳增长压力日益增大的背景下，此次降准，一方面，再次确认了逆周期调节政策依然在持续发力，另一方面，也是对 3 月 16 日金稳会释放出的政策信号的回响。

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_40471

