

宏观动态跟踪报告

降准后的货币政策逻辑

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn
常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2022 年 4 月 15 日，央行决定自 4 月 25 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.25 个百分点。对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5% 的农商行额外多降 0.25 个百分点。

平安观点：

- **“降准”的背景与目的。**继 4 月 6 日新设科技创新和普惠养老两项专项再贷款后，4 月 14 日国常会直接点名“适时运用降准等货币政策工具”，背景主要在于经济形势愈发不容乐观。具体看，一是，3 月 PMI 数据反映经济增长明显受到疫情冲击。二是，3 月中国进口增速转负，出口增长的隐忧浮现。三是，从高频数据来看，新冠疫情多点爆发冲击消费、影响供应链稳定，地产高频数据仍在磨底。
- **后续 LPR 报价如何变化？**考虑到近期资金面较为平稳，本次降准在弥补基础货币缺口方面的作用倒居其次，主要目的或在于降低商业银行负债成本。本次降准对商业银行负债成本的缓释作用尚不足以直接带动 LPR 报价下行，但后续央行或将通过存款自律机制改革等方式进一步引导商业银行压降 LPR 利率。优质信贷资产的稀缺、银行负债成本的缓释都将有助于未来银行降低 LPR 报价。
- **政策利率会否继续下调？**当前内外部环境更趋复杂严峻，我国经济减速风险加大，货币政策需要加大对实体经济的支持力度，而调降政策利率是最为直接有效的政策手段。然而，俄乌冲突持续、美联储政策收缩的新形势下，降息所面临的约束条件也在收紧。我们认为，央行降准后是否很快再降息，需要密切关注相关影响因素的动态变化，包括中央对经济增速目标的态度、国际资本流动的形势、以及国内通胀的演化。
- **“宽信用”正何处发力？**根据 4 月 15 日召开的 2022 年第一季度金融统计数据新闻发布会提供的线索，一季度中长期贷款投放的抓手主要是制造业、基建和绿色领域贷款，居民个人购房贷款仍是宽信用的主要拖累因素。此外，去年 12 月至今 1 年期 LPR 调降了 15bp，带动 2022 年第一季度企业贷款利率同等幅度下降至 4.42%。我们估算，一季度末企业部门的付息规模同比增长了 6.8%，实体经济的付息压力依然较大。
- **经济何时完成“筑底”？**货币政策护航“宽信用”预计还将在以下几个方面发力：一是，多措并举降低企业综合融资成本（如鼓励中小银行下调存款基准利率浮动上限）；二是，进一步支持制造业及绿色领域，加快结构性工具的落地和使用。三是，加大对房地产重点领域的托底力度。四是，从商业银行所面临的资本约束入手（如鼓励大行降低拨备率），增强银行的贷款投放能力。同时，财政政策留抵退税和专项债资金也将在二季度加速落地。我们认为，在政策支撑下，中国经济有望在二季度完成“筑底”。

4月13日国常会点名“适时运用降准等货币政策工具”后，4月15日央行决定自4月25日起下调金融机构人民币存款准备金率0.25个百分点。对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行额外多降0.25个百分点。

本文分析当前“降准”的背景与目的，并集中回答当前货币政策的四个核心关注点，包括：后续LPR报价的可能变化，政策利率会否继续下调，“宽信用”正在何处发力，以及经济何时完成“筑底”。

一、“降准”的背景与目的

4月15日，央行公告自4月25日起“全面降准+定向降准”各0.25个百分点。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自8.4%降至8.1%，共计释放长期资金约5300亿元，预计将降低金融机构资金成本每年约65亿元。

降准以“全面+定向”的方式落地，并强调存款准备金率的下调“不含已执行5%存款准备金率的金融机构”，除却相对宽松的资金面，或也有对我国存款准备金率的调降空间已逐步收窄、需为中长期发展适度预留政策空间的考量。我们在《2022年中国货币政策展望》中指出，本次降准前8.4%的存款准备金率的平均水平已经处于2006年8月以来的绝对低位。同时，考虑我国的经济发展阶段、最优资源配置和金融机构自身稳健经营问题，5%的存款准备金率未来一段时间内或将成为我国存款准备金率的隐形下限，我国存款准备金率的调降空间正逐步收窄。当然，在通往5%的存款准备金率的道路上，央行仍会权衡评估我国经济金融周期的变化，有前瞻、有针对性地做出调整。

降准的直接触发因素是，4月13日国常会直接点名“适时运用降准等货币政策工具”。而近期国常会上与货币政策相关的表述也越来越积极主动。具体看：

- 3月21日，国常会部署以财政的留抵退税为主，对货币政策提及“加大稳健货币政策对实体经济的支持力度，坚持不搞‘大水漫灌’”。
- 3月30日，国常会的重点同样在于财政端的发力，提出“用好政府债券扩大有效投资”，并未提及货币政策。
- 4月6日，国常会新闻稿强调当前“国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期。市场主体困难明显增加，经济循环畅通遇到一些制约，新的下行压力进一步加大”，部署对疫情影响下特困行业的相关政策，并提及“适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具”、“增加支农支小再贷款”、“研究采取金融支持消费和有效投资的举措”、“设立科技创新和普惠养老两项专项再贷款”等。据央行在一季度金融统计数据新闻发布会上的介绍，科技创新再贷款总额度为2000亿元，利率1.75%，普惠养老专项再贷款初期在五个省份开展试点额度为400亿元，利率同样为1.75%。这将构成相应规模的基础货币投放，对于降准实际上有一定替代性，在这次国常会后，市场的降准预期实际上有所下降。
- 4月13日，国常会表示“鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率，适时运用降准等货币政策工具，推动银行增强信贷投放能力”，直接点名“降准”工具。

图表1 近期国常会货币政策相关的表述越发积极

日期	货币政策	其他表述
4月13日	- 鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率； - 适时运用降准等货币政策工具，推动银行增强信贷投放能力； - 进一步加大金融对实体经济特别是受疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户的支持力度 - 向实体经济合理让利，降低企业综合融资成本。	- 部署促进消费政策举措。各地不得新增汽车限购措施，已实施限购的逐步增加增量指标。 - 进一步加大出口退税等政策支持力度。加工贸易企业在实行出口产品征退税率一致政策后应退未退的税额，允许转入进项税额抵扣增值税。
4月6日	适时灵活运用再贷款等多种货币政策工具，更好发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持。 - 增加支农支小再贷款，用好普惠小微贷款支持工具； - 研究采取金融支持消费和有效投资的举措； - 设立科技创新和普惠养老两项专项再贷款。	- 国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期。市场主体困难明显增加，经济循环畅通遇到一些制约，新的下行压力进一步加大。 - 当前一些市场主体受到严重冲击，有的甚至停产歇业，必须针对突出困难加大纾困和就业兜底等保障力度。对特困行业实行阶段性缓缴养老保险费政策，加大失业保险支持稳岗和培训力度。
3月30日	未提及	- 咬定目标不放松，把稳增长放在更加突出的位置； - 抓紧下达剩余专项债额度，去年提前下达的额度5月底前发行完毕，今年下达的额度9月底前发行完毕。 - 水利工程……全年可完成投资约8000亿元。
3月21日	加大稳健货币政策对实体经济的支持力度，坚持不搞“大水漫灌”，同时及时运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持信贷和社会融资适度增长。	- 存量留抵税额6月底前一次性全额退还……增量留抵税额4月1日起按月全额退还； - 高度重视国际形势变化对我国资本市场的影响；

资料来源：Wind,平安证券研究所

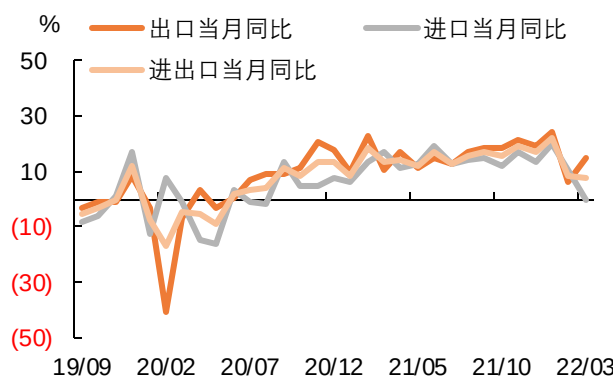
货币政策逐步祭出“降准”工具，其背景主要在于经济形势不容乐观。

一是，3月PMI数据反映经济增长明显受到疫情冲击。3月制造业PMI下降0.7至49.5的荣枯线之下；BCI指数单月也下滑了2.6个百分点。其中，PMI新订单指数环比降1.9至48.8，PMI供应商配送时间下滑1.7个百分点至46.5，这两项指标无论是环比降幅还是绝对值均为疫情以来最低点，表明内需疲弱，疫情防控措施对物流运输的负面影响显著。

二是，3月中国进口增速转负，出口增长的隐忧浮现。3月进口同比增速由1-2月的15.5%转为-0.1%，若考虑价格因素，进口量的回落可能更为明显。出口增速虽然仍相对有韧性，但海外经济体财政刺激退出后耐用品需求减弱、海外通胀压力加剧压制实际需求、上海疫情爆发导致长三角地区供应链紧张等因素可能成为未来出口的隐忧。而出口是疫情以来中国经济增长的重要拉动力量，如果内需与外需均趋于放缓，将使今年稳增长的形势面临更大挑战。

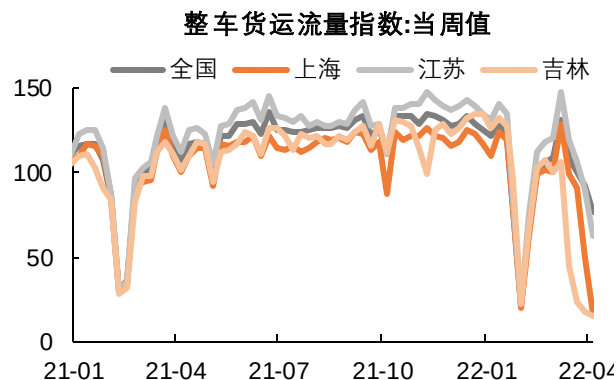
三是，从高频数据来看，新冠疫情多点爆发冲击消费、影响供应链稳定，地产高频数据仍在磨底。3月以来主要城市出行人次急剧减少，截至4月9日当周九大城市地铁客运量已接近于春节期间水平，上海、吉林两大疫情严重城市整车货运流量指数已降至春节期间最低点。目前疫情最为严重的上海，作为全球第一大集装箱港口、全国半导体企业的聚集地、及国内重要的汽车及汽车零部件生产基地，其严格管控措施对国内供应链稳定构成威胁。尽管今年以来，越来越多的城市积极调整房地产限购限贷政策、按揭贷款利率、集中供地规则等，但当前商品房销售及土地成交尚未企稳，居民和房地产企业的信心仍有待恢复。

图表2 2022年3月进口出现负增长



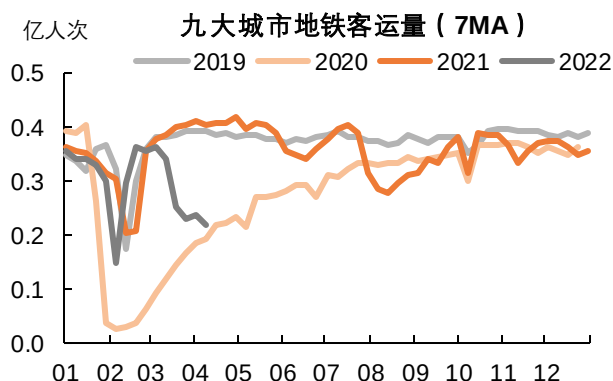
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 疫情防控趋严,货运物流严重受阻



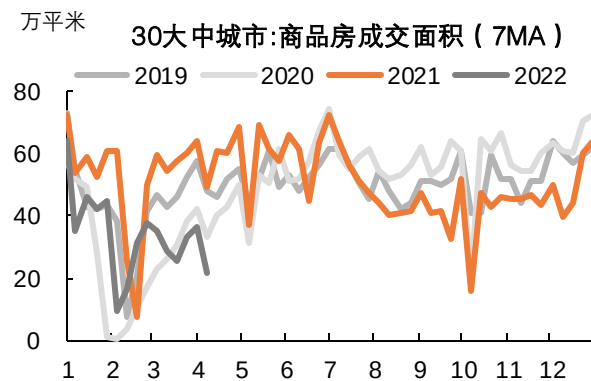
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表4 3月以来主要城市地铁出行人次减少



资料来源: Wind,平安证券研究所 (注: 9大城市分别为上海、广州、成都、南京、武汉、西安、苏州、郑州和重庆)

图表5 30大中城市商品房销售面积弱于历史同期



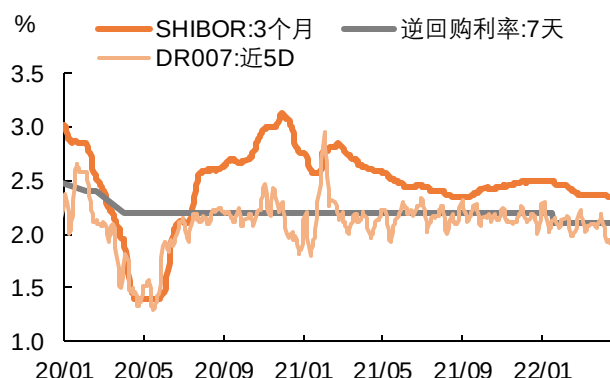
资料来源: Wind,平安证券研究所

二、后续 LPR 报价如何变化?

考虑到近期货币市场资金面较为平稳,我们认为,本次降准在弥补基础货币缺口方面的作用倒居其次,其目的应主要在于降低商业银行负债成本,推动银行更好地输血实体经济。

从商业银行成本节约的角度出发,央行每调降存款准备金率 1 个百分点,约可引导商业银行 LPR 报价下行 5bp。1) 直接影响方面,假设降准用来置换 MLF,降准 0.5 个百分点约释放 1 万亿资金(降准 0.5 个百分点约释放 8,000~12,000 亿资金)可为银行体系直接带来 $10000 \times (2.85\% - 1.65\%) = 120$ 亿元的成本节约,占 2022 年 3 月金融机构各项贷款余额 201 万亿的比例约 0.6bp,即为降准对负债成本的直接影响。2) 广义影响方面,考虑到存款准备金率每降低 1 个百分点可以提升货币乘数 0.337 倍(2010 年至今回归结果),而基础货币自 2017 年底至今稳定在 30~33 万亿,降准 0.5 个百分点预计可为银行体系带来约 5.5 万亿的派生存款。假设商业银行存款资金的平均成本为 2.0%(低于 2.2%的计息负债成本率),用此来替换成本相对较高的同业负债(假设 1 年期同业负债成本为 2.9%,略高于目前 MLF 的利率),广义上可为银行体系带来 $5.5 \text{ 万亿} \times (2.9\% - 2.0\%) = 495$ 亿元的成本节约,相比 2022 年 3 月的金融机构各项贷款余额,影响约 2.46bp,即为降准 0.5 个百分点对负债成本的广义影响。

图表6 2022年初以来银行间资金面相对平稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 降准0.5个百分点对银行负债成本的影响测算

	直接影响	广义影响
资金增量	8000-12000 亿	$32.9 \text{ 万亿} \times 0.1684 \approx 5.5 \text{ 万亿}$
节约银行成本	$1 \text{ 万亿} \times (2.85\% - 1.65\%) = 120 \text{ 亿元}$	$5.5 \text{ 万亿} \times (2.9\% - 2.0\%) = 495 \text{ 亿元}$
负债成本缓释	0.6bp	2.46bp

资料来源: Wind, 平安证券研究所

本次降准仅释放 5300 亿元的长期资金，对商业银行负债成本的缓释作用尚不足以直接带动 LPR 报价下行。但我们认为，后续央行或将通过存款自律机制改革等方式进一步引导商业银行压降 LPR，优质信贷资产的稀缺、银行负债成本的缓释都将有助于未来银行降低 LPR 报价。具体看：

一方面，贷款需求走弱下，优质信贷资产稀缺性凸显，驱动银行降低优质客户贷款利率。尽管贷款需求走弱，但一季度信贷投放力度依然较大，二者背离的原因或是国有大行在政策指导下充分发挥“头雁作用”。在经济下行压力下，优质信贷资产将越发稀缺，“供需失衡”之下，商业银行或有动力下调对优质客户的贷款利率——即 LPR 报价。

另一方面，在存款自律机制改革、理财净值化等因素推动下，商业银行的负债成本也有所缓释。在监管政策的指导下，近两年以结构性存款为代表的商业银行的高成本负债明显压降。截至 2022 年 2 月，中资全国性银行结构性存款余额为 5.88 万亿元，较 2021 年 2 月同期减少 15.9%，较 2020 年 2 月同期减少 45.7%。在此情况下，上市银行 2021 年年末的计息负债成本（21 家已公布银行的可比口径）相比 2020 年中报、2020 年年报的中位数分别下降了 3bp、8bp。

我们认为，后续商业银行同样具备下调 5 年期 LPR 报价的动力。今年以来，多地银行积极下调个人按揭贷款利率，其中既有广州、深圳等珠三角城市，又有南京、苏州、绍兴等长三角城市，还包括湖北武汉、襄阳、河北石家庄、保定等中部城市。3 月 21 日，贝壳研究院发布数据显示，2022 年 3 月监测的 103 个重点城市主流首套房贷利率为 5.34%，相比 12 月的 5.64% 已经下调了 30bp。然而，一季度个人购房贷款仅有 4800 亿元，同比少增了 7500 亿元，相关需求依然疲弱。从供求关系看，由于个人住房贷款质量较高，不良率长期维持在 0.3% 左右，明显低于银行业整体的不良贷款率（2022 年一季度为 1.79%），商业银行也有动力下调 5 年期 LPR 报价，顺应“满足居民合理购房需求”的要求，并获取更多优质资产。从稳增长政策的角度看，当前房地产投资下滑成为中国经济下行压力的重要来源，下调个人住房贷款挂钩的 5 年期 LPR 也有助于房地产投资尽快企稳。

三、政策利率会否继续下调？

当前内外部环境更趋复杂严峻，我国经济减速风险加大，货币政策需要加大对实体经济的支持力度，而调降政策利率是最为直接有效的政策手段。然而，俄乌冲突持续、美联储政策收缩的新形势下，降息所面临的约束条件也在收紧。我们认为，央行降准后是否很快再降息，需要密切关注相关影响因素的动态变化，包括中央对经济增速目标的态度、国际资本流动的形势、以及国内通胀的演化。

当前降息的约束之一是结构性通胀压力再度上升。从 3 月物价数据看：一是，俄乌冲突加剧我国粮食供应风险，国际粮价上涨快速上涨。3 月 CPI 中的粮食、食用油分项的环比涨幅较大，分别高出季节性规律 0.5、0.3 个百分点；PPI 生活资料食品

分项加速上涨，环比涨幅相比上月扩大了 0.3 个百分点。2016 年以来我国粮食价格相对稳定，对 CPI 同比增速的拉动平均约 0.2 个百分点，并未成为 CPI 波动的影响因素；但 2011 年 6 月，粮食分项对 CPI 同比增速的直接拉动曾高达 0.34 个百分点，粮价对下游各个行业的间接影响同样较大，其进一步上涨的风险值得警惕。

二是，对俄相关制裁措施导致俄油气出口受阻，供需缺口加大，国际油气价格飙升。3 月 CPI 中的交通工具用燃料、水电燃料分别环比上涨 7.1%、0.7%。PPI 中石油开采行业价格环比上行 14.1%，并带动石化产业链中下游价格整体上行。尽管近期美国及其盟国计划释放大量原油储备，但如俄罗斯进一步退出原油市场，原油储备的释放难以弥补潜在供需缺口。持续处于 110 美元以上的高位，叠加猪周期开启、蔬菜价格大幅波动，CPI 下半年存在破“3”风险。

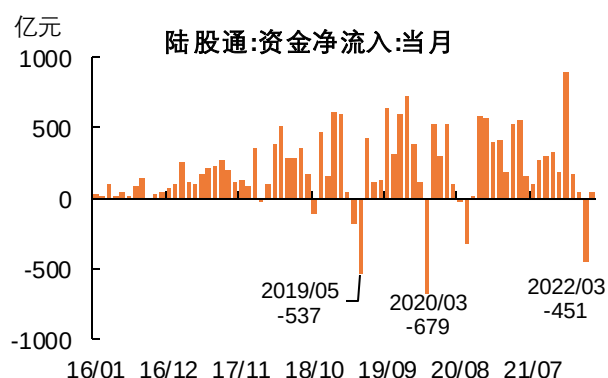
三是，供需失衡下，黑色系商品继续价格上行。3 月煤炭开采业 PPI 由上月的环比下跌 2.4% 转为上涨 2.5%，黑色矿采选、黑色加工行业 PPI 环比分别上行 4.2%、1.4%。海外动力煤在油气价格上涨的带动下上行，国内外动力煤价格产生倒挂，影响到煤炭的进口供应。如后续国内“稳增长”的加码带动黑色系商品的需求进一步上行，“保供稳价”将面临较大的压力。

四是，上游价格持续高位影响下，PPI 向 CPI 进一步传导的迹象增多。PPI 生活资料中，一般日用品类、耐用消费品类 PPI 分项环比增速相比 2 月提升 0.2、0.1 个百分点。同时，CPI 工业消费品 3 月环比上涨 0.2%，相比 15-21 年同期环比均值高出 1 个百分点。当前中下游行业的毛利已压缩至较低位置，其“缓冲垫”的作用有限，如后续成本进一步攀升，越来越多的居民消费品或被动涨价。

不过，目前 PPI 同比回落态势未改，CPI 受猪肉价格低迷的拖累仍处低位，后续虽有结构性通胀压力升级的风险，但短期物价数据的读数和边际变化还未达到对货币政策产生明显约束的程度。

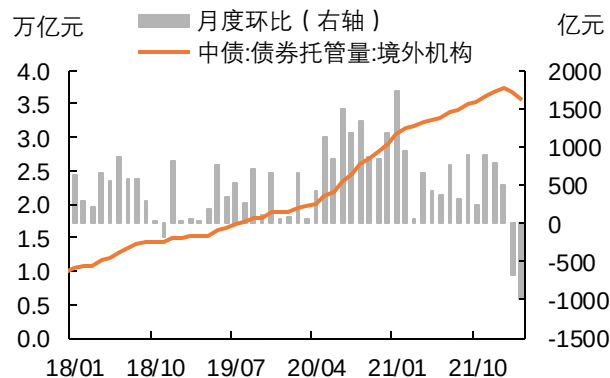
当前降息的更大约束在于人民币汇率。俄乌冲突下中国面临的国际形势趋于复杂，3 月上旬中美两国在中概股审计底稿方面产生监管分歧。3 月 8 日美国证券交易委员会依据其《外国公司问责法》（HFCAA），将五家在美上市的中国公司列入“暂定清单”，即有退市风险的“相关发行人”。海外投资者出现了减持人民币资产的迹象：股票市场方面，外国投资者通过陆股通交易大量减持 A 股，3 月北向资金资金净流出 450.8 亿元，仅次于 2020 年 3 月疫情冲击和 2019 年 5 月中美关系恶化下的流出规模。债券市场方面，据中债数据，2 月、3 月境外机构债券托管量环比分别减少了 669、982 亿元，为 2018 年 12 月以来首度。此外，近期美债利率快速上行，截止 4 月 14 日，中美 2 年至 10 年期主要国债利差均出现倒挂，为 2015 年“8·11”汇改以来首次，也明显带来了资本流出的威胁。

图表8 陆股通资金 3 月大量流出，4 月以来有所缓和



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 中债托管数据表明外资流出国内债市

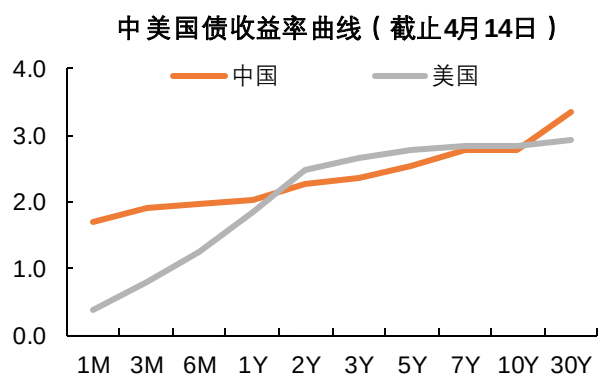


资料来源: Wind, 平安证券研究所

国际资本流出对人民币汇率的冲击力更大，容易威胁到国内金融稳定形势，政策势必对此更加警惕。事实上，2020 年二季度以来中国国际收支顺差虽然趋势走高，但非储备性质的金融账户下“其他投资”逆差扩大至与 2015-2016 年资本大规模外流期间相近，资本外流的担忧始终存在。只不过直接投资和证券投资账户的顺差扩大，帮助平抑了这种担忧。因此，中美

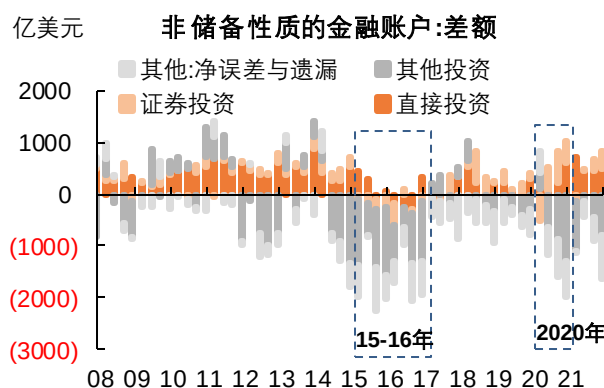
利差倒挂对降息的约束点不在于倒挂本身，而主要在于国际资本流动形势的变化（特别是直接投资和证券投资账户顺差能否保持稳定），这是决定央行降息窗口存在与否的关键变量。3月24日美国公布关税豁免清单范围，4月2日证监会公布《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定》的修订稿。基于这些积极变化，3月下旬以来，境外投资者的担忧情绪减弱，陆股通资金逢低配置，外资流出的潜在压力对货币政策的掣肘趋于缓和，这可能也是促成本次降准的重要因素。

图表10 中美2年到10年期国债利差出现倒挂



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 2015-2016年我国曾面临较大的资本外流压力



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、“宽信用”正在何处发力？

4月15日召开的2022年第一季度金融统计数据新闻发布会为我们理解一季度“宽信用”，尤其是中长期贷款的投放结构提供了参考。从结构上看，一季度中长期贷款投放的抓手主要是制造业、基建和绿色领域贷款，居民个人购房贷款仍是宽信用的主要拖累因素。具体看，

- 一是，制造业领域中长期贷款持续高增长，约占一季度企业中长期贷款的 22.6%。3月末，制造业中长期贷款余额增长 29.5%。其中，高技术制造业中长期贷款余额增长 31.9%。
- 二是，基建领域增速仍高于企业中长期贷款整体，约占一季度企业中长期贷款 25.3%。3月末，基础设施业中长期贷款同比增速 13.2%，相比 2021 年末回落，但仍高于企业中长期贷款整体增速 0.8 个百分点。由于去年一季度的基建中长期贷款余额数据缺失，我们以 20 年末和 21 年上半年的数据推算，一季度基础设施行业的中长期贷款投放在 0.9 万亿上下。
- 三是，地产企业开发贷款的投放确有加速，约占一季度企业中长期贷款 7.6%。央行新闻发布会表示“与去年四季度相

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_40480

