

宏观点评

不一样的降准，不一样的克制

事件：4月15日，央行定于4月25日下调存款准备金率0.25个百分点。

核心结论：这是一次克制的降准，但要客观看待。往后看，再次降准的概率大降，但降息仍有可能（最快4.20降LPR），也有可能下调银行的存款利率加点幅度。

1、从时点看，4.13国常会提降准，2天后央行就迅速宣布，符合过往规律。近年来国常会有7次提及降准，前4次央行两周内均宣布（最快2天后，最慢11天后），但第5次（2020.6.17）后央行并未实施，第6次（21.12.3）和本次（22.4.13）央行也在2天后宣布降准，凸显了央行执行力，也符合我们的预判。

2、从原因看，本次降准，旨在降成本、稳增长、呵护实体经济尤其是中小微企业。央行公告显示，降准有两大目的：一是优化金融机构资金结构，增加金融机构长期稳定资金来源，增强金融机构资金配置能力，加大对实体经济的支持力度。二是引导金融机构积极运用降准资金支持受疫情影响行业和中小微企业。

3、从力度看，降准25BP，低于普遍预期的50BP，属于克制的放松。本次属于预期内的降准，但力度只有25BP，低于市场一致预期的50BP，2014年以来历次的降准也基本都在50BP以上，据此看，本次降准实属克制的放松。按央行公告，本次降准共计释放长期资金约5300亿。此外，本次还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，再额外多降25BP。

4、要客观看待央行的克制：“货币不是万能的”，而且“降了总比不降强”

>直观看，央行明确指出是受制于通胀和美联储加息。央行在公告中指出，后续货币政策要综合考虑两大因素：一是“密切关注物价走势变化，保持物价总体稳定”，4.6国常会和4.13国常会也强调“保持经济在合理区间，就是稳物价、稳就业”；二是“密切关注主要发达经济体货币政策调整，兼顾内外平衡”，其实，2.10央行公布的Q4货币政策报告，就把“货币政策要以我为主”改为了“汇率政策要以我为主”，这已表明央行会更顾及美联储加息对我国的掣肘。

>客观看，疫情以来尤其是去年下半年以来，央行其实已经很宽松了。本次之前，21.7.9和21.12.6已各降准50BP了，今年央行还上缴了1万亿利润、也属于变相的宽松，近一年来MLF、OMO也大多是等量甚至超量续作，由此也不难理解本次降准的公告，央行会直言“当前流动性已处于合理充裕水平”。

>本质看，“货币不是万能的”，降准降息对于缓解当前经济困境的效果其实有限，眼下更重要的是控疫情、宽财政、松地产、扩基建等其他组合拳。拉长时间看，2008年金融危机以来全球各国持续量化宽松，但全球经济并未实质好转；就短期我国而言，央行一直宽松，但近半年来每个月的信贷社融基本都是“总量增、结构差”，也即有效需求并未得到提振。

5、往后看，继续降准的概率已经大降低了，但降息的窗口并未关上，预计仍可能下调LPR（最快4月20日），也有可能下调银行的存款利率加点幅度。

此外，预计央行也会着力稳信贷、更注重结构性宽松。

>降准：1.18央行发布会已指出“当前存款准备金率是8.4%，这个水平已经不高了”，本次降完后再次降至8.1%，预示后续再降准的空间已经不大。

>降息：MLF利率自2月以来已经连续3个月按兵不动，但基于政府工作报告提出的“推动金融机构降低实际贷款利率，让市场主体切身感受到综合融资成本实实在在下降”、央行本次降准后仍要求“促进降低综合融资成本，稳定宏观经济大盘”，再叠加3月以来疫情加剧的冲击、当前地产仍大幅下滑，我们继续提示：后续仍可能降息，不过相比降MLF利率，降LPR的概率更大（1年期、5年期），我们预计4月20日很有可能降LPR，与此同时，也可能类似去年6月一样，再度下调商业银行的存款利率加点幅度，从而稳定银行息差。

6、继续提示：政策底已现，经济底未到，市场底尚需时日。“咬定全年发展目标不放松”，预示5.5%左右仍是硬要求，后续有两“绝招”：一是已有政策尽快落地，二是未出政策“早出快出”，主要是“放水、放地产、放基建”，最关键的是避免地产“硬着陆”。此外，经济1-2月“高开”，3-4月大概率“低走”。

7、降准后股票、债券怎么走？以2008年以来历次降准为例，降准之后股票的长期表现通常好于短期，大小盘基本同期反映，其中小盘股表现略占优；与股市相比，债券收益率似乎更能在降准前纳入一定预期（price in），表现为降准前一周债券收益率提前下跌，降准落地后下行空间受限，不过，这一规律在2019年之后表现不显著。具体到本次降准，鉴于25BP的力度克制、也低于市场预期，预计对股票和债券的提振力度可能会较为有限。

后附：历次降准后我国股债走势

风险提示：疫情、政策执行力度、俄乌冲突、美联储收紧等超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

相关研究

- 1、《社融总量高增、结构仍差，还会降准降息吗？》2022-4-11
- 2、《政策底再确认，哪些“绝招”可期？》2022-3-30
- 3、《政策底已现，经济底和市场底呢？》2022-3-20
- 4、《务实的进取—2022年政府工作报告6大信号》2022-03-05
- 5、《实质性放松开始，地产能否全面回升？》2022-02-27
- 6、《加杠杆稳增长—央行四季度货币政策报告7大信号》2022-02-12
- 7、《地产有望实质性松动—住建部2022工作会议的信号》2022-01-21
- 8、《央行四季度货币政策报告的7大信号》2021-02-09

图表 1: 历次降准之后我国股债走势

降准时间	观察期	上证综指 (%)	沪深300 (%)	创业板指 (%)	10Y国债利率 (BP)	10Y国开债利率 (BP)	降准时间	观察期	上证综指 (%)	沪深300 (%)	创业板指 (%)	10Y国债利率 (BP)	10Y国开债利率 (BP)
2021-12-06	前一周	0.7	0.8	-2.8	6.8	-2.7	2015-09-06	前一周	-3.9	-3.4	-5.2	-6.0	-2.9
	后一周	2.6	3.9	2.7	0.8	2.3		后一周	1.1	0.9	0.7	1.0	1.7
	后一个月	0.2	-0.5	-7.2	7.7	0.4		后一个月	2.0	1.4	15.7	-7.9	-7.4
	后三个月	-6.0	-11.0	-22.8	9.3	-0.2		后三个月	14.8	13.4	44.6	-29.2	-37.7
2021-07-09	前一周	0.2	-0.2	2.3	-7.0	-6.6	2015-04-20	前一周	2.3	2.3	-5.9	-21.3	-19.7
	后一周	0.4	0.5	0.7	-6.7	-7.2		后一周	7.4	6.3	13.3	-6.0	-17.1
	后一个月	-0.8	-1.7	1.4	-14.9	-18.2		后一个月	5.4	5.2	40.5	-2.7	-0.6
	后三个月	1.9	-2.8	-4.9	-9.2	-18.3		后三个月	-5.3	-8.0	17.5	4.6	4.1
2020-01-06	前一周	1.4	1.2	3.9	0.3	-0.6	2015-02-05	前一周	-3.9	-3.3	3.7	-9.5	-15.0
	后一周	1.0	1.8	4.0	-5.1	-4.0		后一周	1.2	2.3	0.8	-1.5	1.0
	后一个月	-8.6	-7.3	4.3	-29.1	-31.6		后一个月	5.3	5.1	12.4	9.0	11.9
	后三个月	-8.5	-8.0	5.9	-62.4	-68.9		后三个月	34.8	35.2	60.4	5.4	12.9
2019-09-16	前一周	0.2	-0.4	-1.1	6.8	10.0	2012-05-18	前一周	-2.1	-2.4	-2.1	-12.9	-21.1
	后一周	-1.8	-1.7	-1.8	0.8	-4.5		后一周	-0.5	0.0	-0.5	-6.0	-7.1
	后一个月	-1.7	-0.9	-3.4	7.7	2.1		后一个月	-1.2	0.3	6.6	4.9	4.5
	后三个月	-1.5	0.8	3.8	9.3	4.5		后三个月	-9.9	-9.9	2.5	-1.5	3.8
2019-01-25	前一周	0.2	0.5	-0.3	4.9	8.5	2012-02-24	前一周	3.5	4.4	6.2	-2.0	2.4
	后一周	0.6	2.0	0.5	-3.7	-7.2		后一周	0.9	1.2	-0.6	4.5	5.8
	后一个月	13.8	17.1	21.4	3.9	5.0		后一个月	-3.6	-3.5	-3.3	0.8	15.3
	后三个月	20.1	23.8	32.0	28.0	22.7		后三个月	-3.6	-2.0	-6.5	-15.5	-4.6
2019-01-15	前一周	1.7	2.6	0.2	1.7	9.0	2011-12-05	前一周	-2.1	-2.0	-8.6	-19.8	-25.6
	后一周	0.4	0.5	-1.1	-3.1	1.5		后一周	-1.8	-1.7	-0.2	5.1	-0.1
	后一个月	5.8	8.8	7.6	-6.6	1.5		后一个月	-7.0	-8.8	-10.8	-0.3	-4.7
	后三个月	23.6	27.1	31.6	23.5	29.9		后三个月	4.8	5.6	-4.2	11.9	16.9
2018-10-15	前一周	-5.5	-5.0	-7.6	-3.0	-1.5	2008-12-25	前一周	-8.1	-8.5	-	0.0	5.9
	后一周	3.4	4.6	5.2	0.5	-2.5		后一周	1.5	0.7	-	0.6	-4.1
	后一个月	2.5	2.5	10.8	-16.4	-17.4		后一个月	8.6	10.0	-	33.2	30.3
	后三个月	-1.3	-1.9	-0.3	-45.6	-62.9		后三个月	23.7	28.4	-	42.5	54.8
2018-07-05	前一周	-1.9	-2.4	-0.7	-3.0	-15.9	2008-12-05	前一周	7.9	10.0	-	-8.4	-5.4
	后一周	3.8	4.1	5.3	1.5	0.4		后一周	-3.2	-2.6	-	1.8	11.0
	后一个月	-1.1	-2.1	-6.0	-4.4	-9.5		后一个月	-6.8	-6.5	-	-19.6	-14.4
	后三个月	-0.6	-1.5	-11.7	11.5	4.2		后三个月	10.0	14.5	-	32.5	43.4
2018-04-25	前一周	0.9	1.7	-0.2	11.1	7.2	2008-10-15	前一周	-4.7	-5.4	-	-24.4	-19.3
	后一周	-1.2	-1.7	-1.0	5.5	8.8		后一周	-5.0	-4.2	-	8.6	1.8
	后一个月	0.7	-0.3	-0.8	0.1	1.9		后一个月	-0.4	1.5	-	-15.8	-39.7
	后三个月	-6.8	-6.5	-10.4	-5.0	-21.3		后三个月	-6.6	-2.0	-	-28.1	-57.3
2016-03-01	前一周	-5.9	-5.1	-12.8	0.8	2.8	2008-09-25	前一周	21.2	17.3	-	1.6	-11.4
	后一周	6.2	6.0	3.5	8.3	7.6		后一周	-5.4	-4.3	-	-4.7	9.5
	后一个月	9.9	9.8	15.7	-1.1	6.3		后一个月	-25.0	-25.6	-	-57.5	-64.0
	后三个月	3.3	4.6	6.4	12.5	16.5		后三个月	-18.9	-15.1	-	-102.3	-119.7
2015-10-23	前一周	0.6	1.1	3.6	-8.2	-9.5							
	后一周	-0.9	-1.0	-2.4	2.0	-6.0							
	后一个月	5.8	5.1	9.1	9.0	3.5							
	后三个月	-15.6	-13.7	-16.8	-24.9	-43.2							

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算注: 创业板数据从 2010 年 6 月 1 日开始; 观察期的计算中, “后一周、后一个月、后三个月”分别以降准日加 7 天、30 天、90 天近似计算, 若对应日期没有数据, 则后延至有数据日作为近似替代; “前一周”为降准日减 7 天近似计算, 若对应日期没有数据, 则倒推至有数据日作为近似替代。此外, 需要注意的是, 对于两次降准相隔月份数在 3 月以内的情况, “后三个月”的大类资产表现应是也隐含了下一次降准的影响, 分析时应予以考虑。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

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_40483

