



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 降准之后，降息可期

——央行降低存款准备金率点评 202204

日期: 2022年4月16日

分析师: 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师: 陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

### 相关报告:

《美联储加息大幕徐徐拉开》

——2022年03月21日

《目标不低，投资需加速赶上》

——2022年03月08日

《政策积极，总量结构并重》

——2022年02月16日

### ■ 主要观点

#### 经济受当期疫情影响或超预期

从经济规模比重的角度，此次疫情影响的波及面要大于2020年武汉疫情。我们预计将对当季GDP增长产生-1.5%~-1.0%的影响，因此将2022年1季度中国经济增速预期由6.5下调至5.0-5.5。

#### 中国经济通胀下行趋势不变

我们一直认为，经济低迷时期物价风险主要在于通缩，因此通胀管理的主要方向应在于“防通缩”，上世纪70年代西方经济中出现的2次“滞胀”，是特殊时代背景下的历史特有现象，当前“滞胀”的条件并不具备。

#### 降准将为降息创造条件

此次降准为全面降准基础上，核外叠加优惠措施的降准。大型金融机构存款准备金率的下降，在金融机构本身存在较高拨备和超储水平的情况下，将对货币市场的流动性产生宽松方向的显著影响。货币市场流动性的宽松，将降低货币市场利率，从而为后续公开市场操作中降低利率，创造条件。

#### 降准之后有降息

在结构性货币政策作用下，中国利率水平下降是一种方向性趋势。虽然短期面临大宗商品高位延续和海外通胀上行局面，但世界经济分化格局下，中外宏观调控政策也将呈现分歧化发展倾向。我们原先认为，受当期物价预期影响，“双降”或延后，但在降准带来的货币市场利率下降趋势下，降息也将提速，年中前后或会发生。

### ■ 风险提示

俄乌冲突扩大化，中国通胀超预期上行，国际金融形势改变，中国货币政策超预期变化。

## 目 录

<b>1 事件：央行决定下调金融机构存款准备金率</b> .....	<b>3</b>
<b>2 事件解析：政策背景和特征意义</b> .....	<b>3</b>
2.1 经济受当期疫情影响或超预期 .....	3
2.2 中国经济通胀下行趋势不变 .....	4
2.3 中国货币乘数进入平稳期 .....	5
<b>3 事件影响：对经济和市场</b> .....	<b>6</b>
3.1 降准将为降息创造条件 .....	6
<b>4 事件预测：趋势判断</b> .....	<b>7</b>
4.1 降准之后有降息 .....	7
<b>5 风险提示：</b> .....	<b>8</b>

## 图

图 1 上海、江苏、浙江、武汉的经济规模（GDP 现价，亿元/年度） .....	3
图 2 中国物价的变化形势（同比，%/月度） .....	4
图 3 中国基础货币增长持续低于广义货币（月/同比，%） .....	5
图 4 中国信贷和货币增速（月/同比，%） .....	6
图 5 中国商业银行的拨备情况（季度，%） .....	7

## 表

## 1 事件：央行决定下调金融机构存款准备金率

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%。

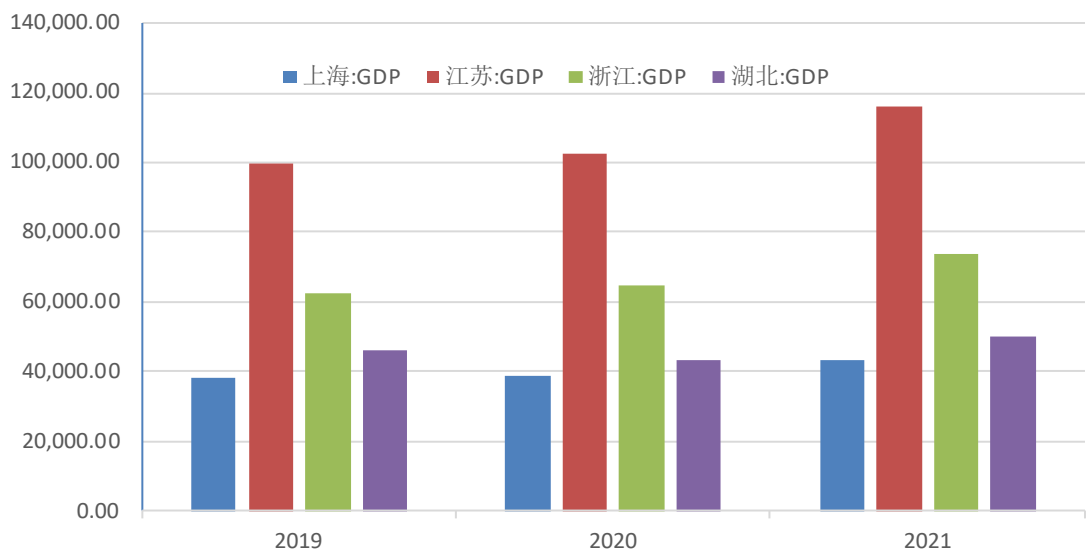
中国人民银行将坚持稳字当头，稳中求进，继续实施稳健的货币政策，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，激发市场活力，支持重点领域和薄弱环节融资，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

## 2 事件解析：政策背景和特征意义

### 2.1 经济受当期疫情影响或超预期

我们认为，中国经济在开门红之后遭遇了疫情的“倒春寒”。3 月中旬后，由于新冠病毒变异品种奥秘克隆的强大传染性，本轮疫情涉及上海及周边地区，波及范围广。为实现动态清零，上海于 3 月底实行了全员静态管理政策，长三角地区的经济和社会生活受到很大影响。由于上海及周边省市经济在全国经济版图中的比重较大，当前疫情的影响或超过了 2020 年的武汉疫情。

图 1 上海、江苏、浙江、武汉的经济规模（GDP 现价，亿元/年度）



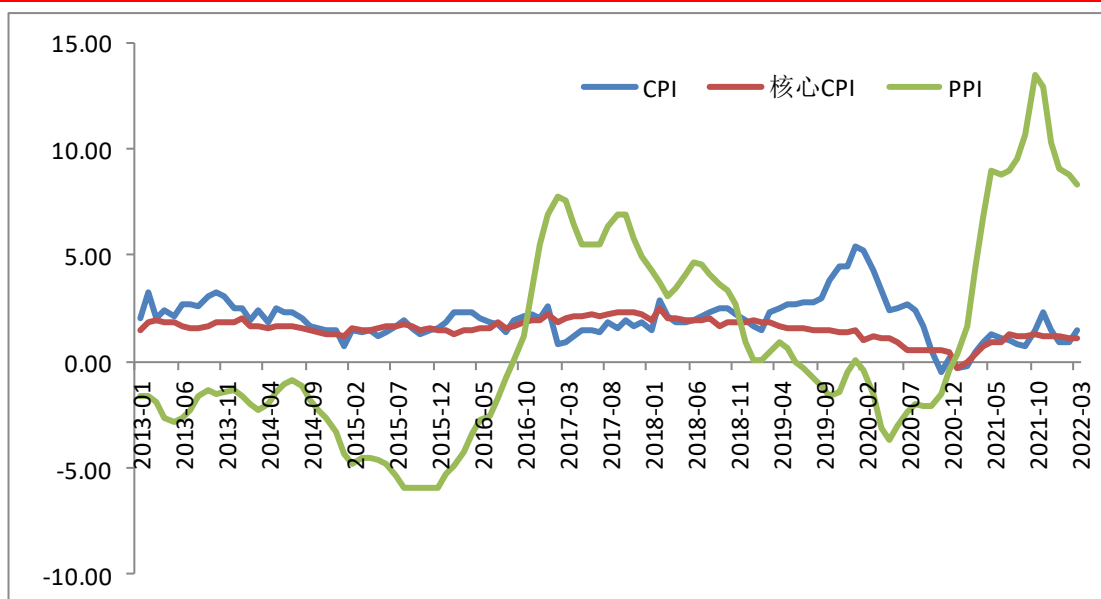
数据来源：Wind，上海证券研究所

可见，从经济规模比重的角度，此次疫情影响的波及经济面要超过2020年武汉疫情。2021年，上海、浙江、江苏三省市占全国经济的比重分别为3.8%、6.4%和10.2%，湖北占比为4.4%。由于上海经济枢纽和长三角龙头的经济地位，此轮疫情的影响或波及整个长三角地区，甚至全国。从当地对疫情的应对和反应来看，就直接影响的角度，此轮疫情直接受到冲击的经济在全国中的占比达20.4%，远超于湖北4.4%的比重。另外，上海、江苏、浙江的经济增速是全国的领先地区，这更加加剧了疫情对当前经济整体运行的冲击。由于应对能力提高，经济平稳运行的局面不会改变，我们预计疫情将对当季GDP增长产生-1.5%~-1.0%的影响，因此将2022年1季度中国经济增速预期由6.5下调至5.0-5.5。

## 2.2 中国经济通胀下行趋势不变

我们一直认为，经济低迷时期物价风险主要在于通缩，因此通胀管理的主要方向应在于“防通缩”，上世纪70年代西方经济中出现的2次“滞胀”，是特殊时代背景下的历史特有现象，当前“滞胀”的条件并不具备。

图2 中国物价的变化形势（同比，%/月度）



数据来源：Wind，上海证券研究所

首先，从体现经济周期性运行阶段的需求因素看，核心CPI表现稳定，表明中国经济仍然处在2014年后的“底部徘徊”阶段。

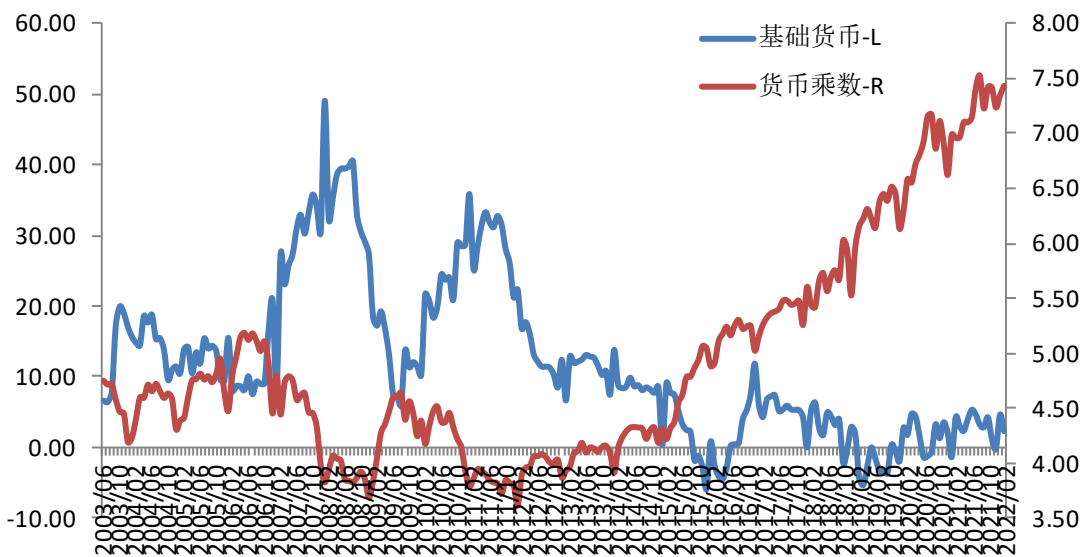
其次，从CPI的角度，关键商品猪肉的价格一直处于底部阶段，受产业供求强粘性的影响，猪肉价格仍将延续目前的低位态势，长期趋势的CPI仍将保持目前的低位状态，甚至下行。

第三，中国工业品价格走势主要体现的是采掘行业价格变化，PPI 构成篮子决定了煤炭和钢铁价格基本上就决定整体工业价格状况，而煤炭价格仍处于物价管理部门指导下的价格下降通道中，钢铁价格受行业大拐点影响，价格回落方向也不变。

### 2.3 中国货币乘数进入平稳期

我们一直强调，中国当前货币体系的一个基础问题是基础货币增长能力不足。2021 年后中国基础货币增长虽然没有再现前 2 年货币持续萎缩的状态，但增长仍远远落后于广义货币增长。2018 年以来，中国维持货币增长平稳的态势，主要靠提高货币乘数实现。2021 年 H2 后，疫情反复和持续局面影响了市场信心，货币乘数的持续提高进程受到影响；货币内生体系下，市场信心状况是主要的信用扩张影响因素，即微观经营行为主体的风险偏好和扩张偏好，直接影响着货币乘数变动。

图 3 中国基础货币增长持续低于广义货币（月/同比，%）



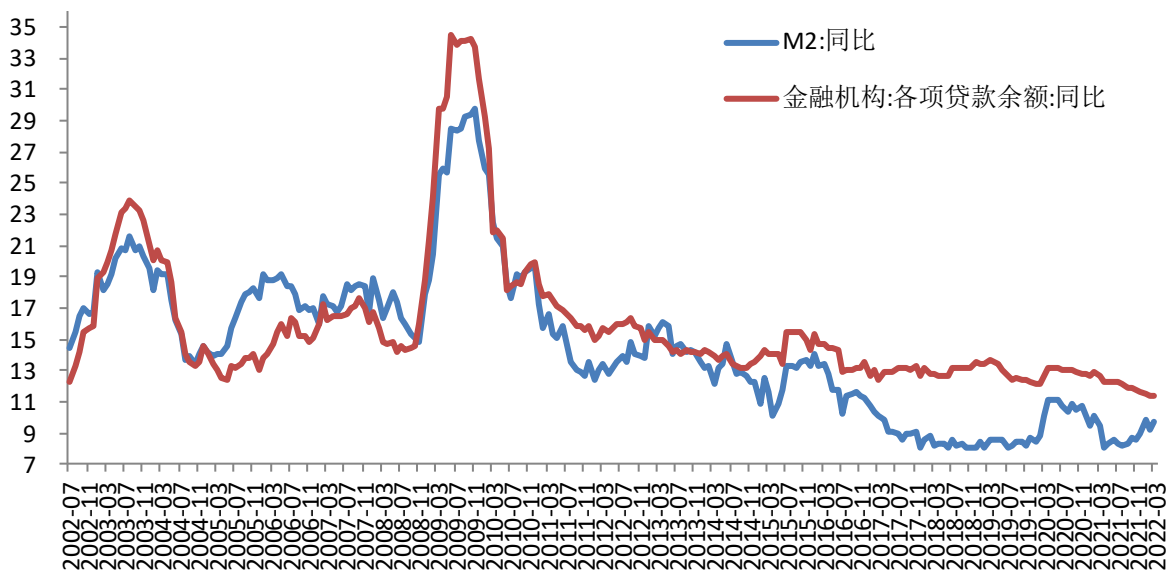
数据来源：Wind，上海证券研究所

2021 年上半年货币乘数的回升，显然是中国经济景气度提高的结果；从进程上看，2020 年下半年起中国货币乘数提高进程就已发生改变，因经济重新进入平稳期而进入平衡期。因此，2021 年 H2 以来中国“降准”的必要性，实际上一直处在积累当中。

2020 年 H2 以来，中国信用创造过程（信贷余额增速）持续处于稳中偏降态势；2022 年前后虽然广义货币增速回升，但信用创造过程放缓态势并没有改变。要维持货币增速的平稳，在货币乘数难以再提高的情况下，就必须扭转信用创造放缓态势。而在货

币内生提下下，信用创造过程的变化，将是一个较为缓慢的过程。

图 4 中国信贷和货币增速（月/同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

### 3 事件影响：对经济和市场

#### 3.1 降准将为降息创造条件

我们一直认为，中国货币政策方面不会跟随西方的收紧政策，适合中国经济发展的宏观调控政策体系框架之核心，是降低融资成本。降成本、调节流动性结构分布，是中国结构性货币政策的主要内容。

此次降准为全面降准基础上，核外叠加优惠措施的降准。大型金融机构存款准备金率的下降，在金融机构本身存在较高拨备和超储水平的情况下，将对货币市场的流动性产生宽松方向的显著影响。4月13日国常会决定，针对当前形势变化，鼓励措施水

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\\_40484](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40484)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn