

平衡的艺术

相对市场表现

——微妙“双降”之后的三个问题

核心观点：

4月15日央行宣布除下调金融机构存款准备金率25个基点。同日，媒体报道部分中小银行被鼓励下调存款利率浮动上限10个基点。此前，一些城市住房抵押贷款利率下限也被下调。降准、降息如期发生，但是程度与方式与市场预期差异较大。我们认为政策的选择或许反映央行在多种政策工具同时使用、银行居民储户利益协调、以及联储货币政策紧缩等多因素面前寻求平衡。综合多因素考量，我们认为本月20日LPR仍有一定下调可能，但是本轮周期OMO及MLF利率下调或接近终点。

投资要点：

➤ 降准降息的力度是否太小？

在央行无意直接引导市场基准利率下行的局面下，降准不过是提供流动性的多种数量型货币政策工具中的一种。综合考量其他货币政策工具的使用和当前流动性已经“合理充裕”现状，25个bp的降准合理。而相对低调的着眼于部分中小银行存款利率上限和部分城市按揭贷款的降息，也是综合考虑了存款基准利率本身偏低、银行利益需要适当维护、房地产市场地区差异较大等因素之后做出的优化选择。

➤ 短期还会有明确降息吗？

由于4月15日央行并未调降MLF利率，短期包括OMO等其他政策基准利率下调的可能性不大。但是由于引导存款利率下行和降准降低了银行成本，国务院和央行又要求金融机构让利实体经济，我们认为本月20日LPR利率下调仍有一定可能。

➤ 联储掣肘中国货币政策空间吗？

在降准后央行明确提出“密切关注主要发达经济体货币政策调整，兼顾内外平衡”之后，中国货币政策是否受到联储掣肘，是否还有宽松空间引发关切。从在岸、离岸人民币利差、汇差及与美国国债利率对比的研究中我们发现，俄乌冲突引发的风险溢价上升及政治敏感期对风险接受程度的下降可能导致人民币汇率弹性受限。在资本管制不完全的情况下，货币政策或已经受到联储货币政策的掣肘——近期降息全部集中在存款贷款市场，而非与汇率更相关的货币债券市场。这样看来，除非上述影响因素消退，本轮周期OMO及MLF的降息或许已经接近尾声。我们维持对于利率债的审慎看法。

风险提示：货币政策与预期不一致，经济低于预期，地缘政治环境与预期不一致

分析师 樊磊

执业证书编号：S0590521120002

电话：

邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《出口环比显著恶化，货币持续宽松可期》— 2022.04.14
- 2、《狼来了吗？利差倒挂、缩表和经济衰退》— 2022.04.13
- 3、《降准降息的可能性不宜低估》— 2022.04.07

正文目录

1.	降准和降息的力度是否太小？	3
1.1.	降准要考虑其他政策工具的匹配	3
1.2.	隐性的降息综合考虑了银行、储户的利益及因城施策的要求	4
2.	短期还有其他降息吗？	6
3.	美联储的货币政策对中国货币政策有多大掣肘？	7
3.1.	中国在蒙代尔三角中的选择	7
3.2.	汇率弹性下降与资本外流压力上升	7
3.3.	货币政策或被迫做出甚至已经做出妥协	10
4.	风险提示：	10

图表目录

图表 1：中国金融机构的基准存款准备金率	3
图表 2：中国金融机构的基准存款准备金率	4
图表 3：中国 LPR 利率	5
图表 4：央行货币政策司孙国峰司长	6
图表 5：持有 CNH 一年的回报 vs 1 年期美国国债回报	8
图表 6：人民币资产的风险溢价	8
图表 7：CNH 的汇率和人民币 Hibor1 年利率	9
图表 8：CNH 投资回报率 vs CNY 的投资回报率	9

4月15日晚间，中国人民银行宣布于2022年4月25日下调除了已经执行5%准备金率金融机构以外全部金融机构存款准备金率0.25个百分点；并对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，额外下调0.25个百分点，总计释放资金约5300亿。

此外，虽然4月15日MLF利率并未下调，财新网4月15日报道市场利率定价自律机制近期召开会议，鼓励部分中小银行存款利率浮动上限下调10个基点（BP）左右。当然，这一要求应并非强制，但做出调整的银行或将对其宏观审慎评估（MPA）考核有利。此前，在4月14日人民银行举行的一季度金融数据新闻发布会上，人民银行有关负责人表示部分省级市场利率定价自律机制也配合地方政府的调控要求，根据城市实际情况，在全国政策范围内，下调了一些城市住房抵押贷款利率下限。

降准降息都如我们预期发生了（《3月PMI数据点评》），但是降的方式则与预期很不同，也很微妙……

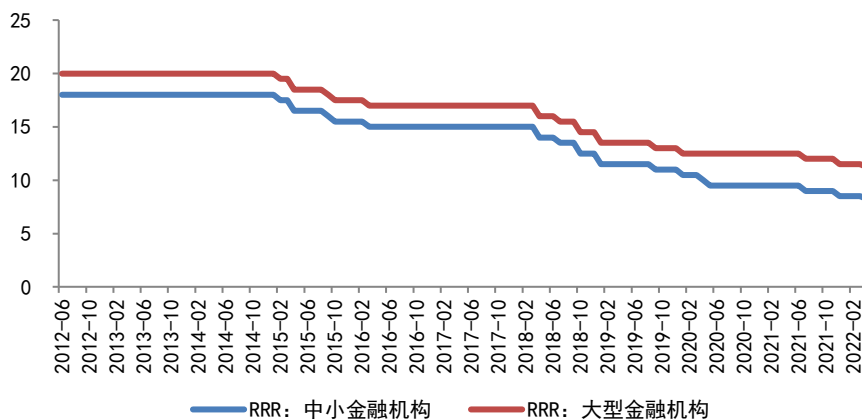
1. 降准和降息的力度是否太小？

虽然人民银行及其管理的自律机制的做法符合近期国务院常务会议有关“适时运用降准等货币政策工具，加大对实体经济……的支持力度”的措辞（《3月贸易数据和国常会传递的信号》），但是一些投资者可能认为力度不及预期。我们认为在央行无意直接调降货币政策短端利率的情况下，综合考虑多种货币政策工具的共同效果，降准25个bp仍是合理的。隐性的和针对性的降息也反映了政策需要权衡商业银行利益、居民储户利益、同时对房地产市场进行因城施策的精细考量。

1.1. 降准要考虑其他政策工具的匹配

对降准而言，从2014年以来的历次降准以50个bp为主，也有一次性下调存款准备金率100个bp的案例；此次仅仅25个bp的降准似乎显得力度有限。

图表1：中国金融机构的基准存款准备金率



来源：Wind，国联证券研究所

然而，伴随着中国货币政策调控更多的转向价格型工具，央行多次表示不应该过

度关注央行操作数量，而应该重点关注“央行公开市场操作利率、MLF 利率等政策利率指标”，以及货币市场短端利率为代表的“市场基准利率在一段时间内的运行情况”。

从这个意义上来说，降准只是多种数量型操作工具的一种，在央行无意直接调降政策利率并引导市场基准利率下行的情况下，降准更主要的作用是和其他货币政策工具配合提供合理的超额准备金、维护合理的市场基准利率。综合考虑本月 MLF 的到期续作、今年财政方面特殊的安排——央行利润上缴支持减税降费——也会逐步把一些央行的其他负债转化为超额准备金等因素、以及人民银行“当前流动性已处于合理充裕水平”的表态，25bp 的降准有其合理之处。

实际上，除了传递一定程度宽松的信号作用之外，央行也指出使用降准更看重其产生的一些结构性的效果，包括“增加金融机构长期稳定资金来源，加大对实体经济的支持力度；引导金融机构积极运用降准资金支持受疫情严重影响行业和中小微企业”等，与我们的预判基本一致（《3 月贸易数据和国常会传递的信号》）。

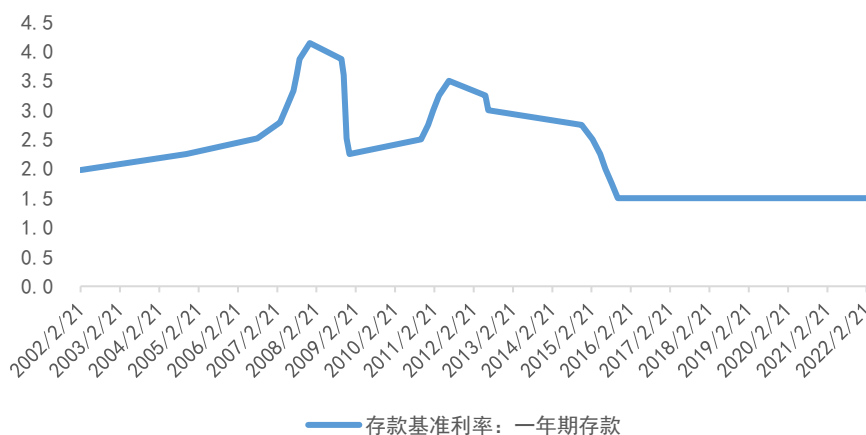
1.2. 隐性的降息综合考虑了银行、储户的利益及同城施策的要求

与官方大张旗鼓的宣布降准不同，本次“降息”的安排还更加的“低调”，仅仅在近期通过市场利率自律机制引导下调部分中小银行的存款利率上限、并下调了部分城市住房按揭贷款的利率下限。

➤ 低调下调部分银行存款利率上限

我们认为没有直接下调 MLF 并联动 LPR 降息的一个主要考量是银行的息差。在持续调降贷款利率之后，银行的息差已经较低，进一步下调贷款利率会影响银行的盈利和利益。但是同步调降存款利率，在我国本身因为金融压抑、居民存款利率已经低于理论的均衡利率的情况下，可能进一步带来资源配置的扭曲并造成居民部门福利的恶化。通过引导风险相对较高并存在利用政府隐性担保套利高息吸储的中小银行适当降低存款利率，是当前情况下既能降低银行成本引导实体经济融资成本下降、也能避免显著资源配置扭曲的一个次优选择。

图表 2：中国金融机构的基准存款准备金率



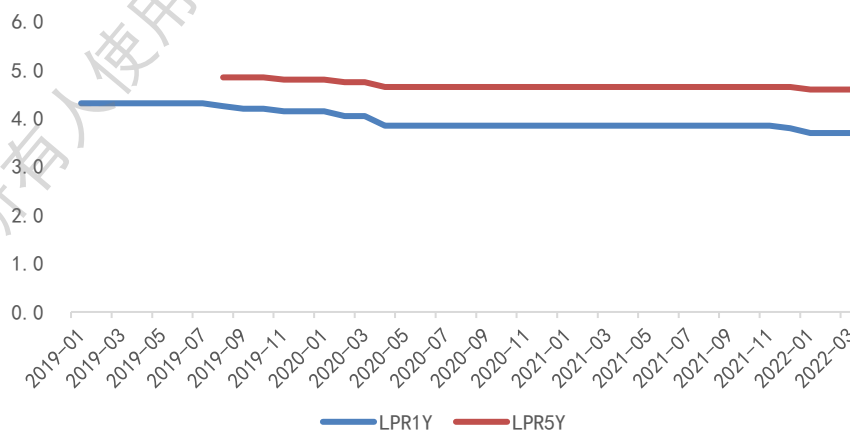
来源：Wind，国联证券研究所

根据媒体报道，自 2021 年 6 月存款利率自律上限的确定方式由政策基准利率乘以某个百分比改为加点之后，大型银行活期存款、定期存款、大额存单加点上限分别为 10bp、50bp、60bp，其他银行加点上限分别为 20bp、75bp、80bp¹。由于我国一年期存款基准利率是 1.5%，这意味着一些中小银行一年期存款利率可能从 2.25% 下调到 2.15%。

➤ 房贷利率下限下调有利于因城施策推动地产市场回升

中国个人住房贷款利率包括全国、城市、银行三层的定价机制。例如，以按揭贷款利率下限而言，全国层面首套房贷款利率不得低于相应期限的 LPR（一般指 5 年期 LPR），二套房贷款利率不得低于相应期限 LPR 加 60 个基点；在此基础上，央行各省分支机构按照因城施策原则，指导省级市场利率定价自律机制，确定辖内每个城市的贷款利率加点下限，这是该城市范围内都要遵守的下限；银行结合自身经营情况、客户风险状况和信贷条件等，在各城市利率政策下限基础上，确定每笔贷款的具体加点数值，这是银行自己定价的范围。

图表 3：中国 LPR 利率



来源：Wind，国联证券研究所

近期房贷利率出现了明显下行，这当然主要是由于供需关系发生改变特别是需求下滑的情况下，银行出于自身商业利益的选择。但是，按照央行的说法，部分省级市场利率定价自律机制配合地方政府的调控要求，根据城市实际情况，在全国政策允许的限度内，下调了按揭贷款利率下限也促进了实际按揭利率下调。我们认为这种政策的变动既体现出了货币当局对于地产的支持，也可以因城施策的针对地方房地产市场进行调整，避免全国一刀切引发部分地区地产市场过热。

¹ 存款利率自律上限确定方式变了！对银行和储户构成多大影响？(baidu.com)

2. 短期还有其他降息吗？

在明确降准和低调的下调部分中小银行存款利率上限以及部分城市房贷利率下限之后，最近还会有更明显、更有力的降息吗？

我们认为在央行没有下调 MLF 利率的情况下，公开市场操作等其他主要政策利率，以及货币市场短端利率为代表的市场基准利率短期内下调可能性不大。

但是，在 4 月 14 日的新闻发布会上，货币政策司孙国峰司长明确提出“按照国务院常务会议要求，适时运用降准等货币政策工具，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、个体工商户支持力度，向实体经济合理让利，降低综合融资成本……在价格上，发挥贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业融资成本。”这意味着本月 20 日 LPR 利率的调降的可能性仍不能排除。

图表 4：央行货币政策司孙国峰司长



来源：中国网，国联证券研究所

实际上，引导一些中小银行降低存款利率、下调存款准备金率的一个主要目的就是降低银行成本。在当前的情况下，降低银行成本的目的肯定不是让银行获取更高利润，而是要让利实体经济。退一步讲，即使官方的 LPR 不下降，贷款加权平均利率特别是一般企业贷款加权平均利率也大概率会下降。

3. 美联储的货币政策对中国货币政策有

多大掣肘？

在美国货币政策明确进入持续紧缩周期、甚至中美长期国债利率已经出现倒挂的情况下，中国货币政策是否受到掣肘或者多大程度上受到掣肘是投资者非常关心的问题。特别是降准之后，央行在答记者问中明确指出：降准之后央行“将继续实施稳健货币政策。一是密切关注物价走势变化，保持物价总体稳定。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。”引发了更多关于货币政策是否还有宽松空间的讨论。

我们认为在俄乌局势使得中国地缘政治环境显著恶化、且二十大即将召开的关口，中国当前的汇率弹性受到一定限制；美元走强和美国实际利率上升都会增加美元资产的回报并使得人民币资产吸引力下降，中国的货币政策的确可能受到更大的掣肘。展望未来，公开市场操作等政策利率，以及货币市场短端利率为代表的市场基准利率下调的下调可能已经接近尾声。

3.1. 中国在蒙代尔三角中的选择

一般而言，新兴市场国家乃至部分发达国家由于本国的央行和财政缺乏足够的信用，被迫通过稳定对于储备货币（典型的如美元）汇率来实现自身的货币稳定²。上述原因也进一步导致了这些国家特别是新兴市场国家在国际融资过程中形成货币错配、本国金融稳定与汇率稳定高度挂钩、本国的通胀预期与汇率稳定相关较高等一系列问题，并进一步强化了汇率稳定对于这些国家经济与金融稳定的重要意义。上述情形与汇率可以自由浮动的日本，欧元区等显著不同。

经典的蒙代尔三角也非常明确的指出，在汇率弹性受限的情况下，如果资本流动是自由的，那么相关国家货币政策就必须追随主导大国如美国的政策安排。

中国肯定也受到蒙代尔三角的约束。早期中国通过资本账户的管制来维持联系汇率并保持一定的货币政策独立性。后来伴随着对外开放程度的上升，中国在蒙代尔三角中最初选择采用了所谓中间解³

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_40489

