

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

为什么在当前时点启动存款利率改革?

2022年5月11日

5月9日,中国人民银行发布2022年第一季度中国货币政策执行报告,在延续4.29政治局会议定调的基础上,又释放了一些新的信号。

- **第一,外部主要面临地缘政治冲突加剧、主要发达经济体加快收紧货币政策的**风险。海外通胀在乌克兰危机背景下加剧,大宗商品涨价、供应链运转阻滞加大,或导致高通胀持续更久,进而拖累全球经济复苏。主要发达经济体尤其是美联储加快收紧货币政策,驱动中美利差发生倒挂,短期内幅度或进一步加深,对于资本外流、人民币汇率贬值等施加了额外压力。
- **第二,内部经济压力进一步加大,下阶段政策重点支持稳增长、稳就业、稳物价。**稳增长对应疫情对经济冲击加大,稳增长力度需要进一步提升;稳就业被摆在突出位置,对应新一轮疫情冲击下城镇新增就业承压,失业率突破5.5%,夏季毕业生规模超千万;稳物价对应乌克兰危机下,全球粮食价格和能源价格的上涨压力。
- **第三,坚持不搞“大水漫灌”,发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能。**一季度央行主动运用降准、上缴利润等政策工具,基本解决全年流动性缺口,为稳定宏观经济大盘提供了适宜的流动性环境。未来经济稳步复苏情形下,再降准空间较小;若经济恢复不及预期,不排除央行通过再降准提振市场信心。结构工具上,央行再贷款工具频出,精准发力态势不变。
- **第四,央行上缴结存利润持续对流动性形成补充,预计短期内流动性将维持稳中偏松。**Q1超储率高于去年同期,4月以来DR007持续位于短期政策利率下方,银行体系流动性稳中偏松。随着央行继续上缴结存利润,预计流动性稳中偏松的局面将延续。
- **第五,银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束持续缓解,1、5年期LPR均有下调空间。**央行一是综合运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕,缓解流动性约束。二是每月稳定开展CBS操作,通过永续债推动银行补充资本,同时鼓励大行降低拨备覆盖率,缓解资本约束。三是“建立存款利率市场化调整机制”,推进存款加权平均利率下降10个基点。随着三大约束不同程度缓解,银行有充足空间推动LPR进一步下调。
- **第六,当前时点启动存款利率改革,短期服务于稳增长、促实业。往深层看,是终结利率双轨制、完善央行调控框架的关键一环。**存款利率市场化调整机制一是以10年期国债收益率为参考,推动存款基准利率与市场利率“两轨并一轨”。二是以1年期LPR为参考,使得银行负债成本与资产收益相匹配,存款利率受政策利率传导更加畅通。如此一来,央行市场化利率形成和传导机制进一步完善,存款利率与LPR相互牵引联动,货币政策传导效率明显提高。
- **第七,汇率仍“以我为主”,央行或再度动用稳汇率政策工具。**过去几周人民币汇率出现了快速贬值现象,央行定调不变,一方面体现了稳增长优

先的政策定调，央行将继续保持货币政策独立性。另一方面，央行不会对人民币汇率大幅贬值、快速贬值坐视不管，未来将“加强跨境资金流动宏观审慎管理，强化预期管理，处理好内部均衡和外部均衡的平衡”，或再度动用稳汇率政策工具。

- **第八，“房住不炒”基调不变，但支持因城施策、加大住房租赁金融支持力度，进一步放松地产调控政策将水到渠成。**在 4.29 政治局会议定调的基础上，央行进一步提出加大住房租赁金融支持力度，维护住房消费者合法权益”、“稳妥实施房地产金融审慎管理制度”等，传递出积极的稳地产态度。5 月 6 日央行披露 2022Q1 贷款投向数据，其中房地产贷款增速 6.38%，较上年末边际回升。
- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。

目 录

一、Q1 货币政策执行报告释放了哪些信号?	4
二、Q1 货币政策执行报告表述变化一览	8
风险因素	9

图 目 录

图 1: 美联储史诗级加息驱动中美利差收窄乃至发生倒挂	4
图 2: 2021 下半年新一轮疫情反弹, 城镇新增就业压力加大	5
图 3: 2022 年 3 月城镇调查失业率为 5.8%	5
图 4: 4 月份以来 DR007 持续居于短期政策利率下方	6
图 5: 三大约束持续缓解, 5 月份 1 年、5 年期 LPR 均有可能出现下调	6
图 6: 过去数周人民币汇率出现了快速贬值的现象	7
图 7: 2022Q1 房地产贷款增速边际上行	7
图 8: 2022Q1 货币政策执行报告较 2021Q4 的重要表述对比	8

事件：

北京时间5月9日傍晚17点半，中国人民银行发布2022年第一季度中国货币政策执行报告。

一、Q1 货币政策执行报告释放了哪些信号？

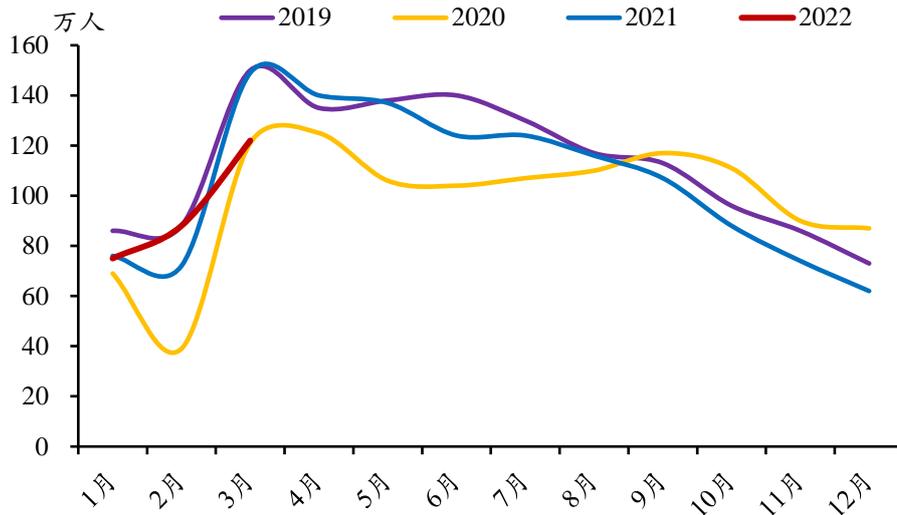
第一，外部主要面临地缘政治冲突加剧、主要发达经济体加快收紧货币政策的风险。央行此前关注的海外通胀和主要发达经济体宏观政策转向风险，均已产生实质性变化。海外通胀在乌克兰危机背景下加剧，能源、金属等大宗商品价格明显上涨，贸易往来及供应链运转阻滞加大，或导致高通胀持续更久，进而拖累全球经济复苏。IMF在4月份将全球经济增速预测下调0.8个百分点至3.6%。主要发达经济体加快收紧货币政策，尤其是美联储继续走在史诗级加息的路上，中美利差发生倒挂，短期内幅度或进一步加深，对于资本外流、人民币汇率贬值等施加了额外的压力。

图 1：美联储史诗级加息驱动中美利差收窄乃至发生倒挂

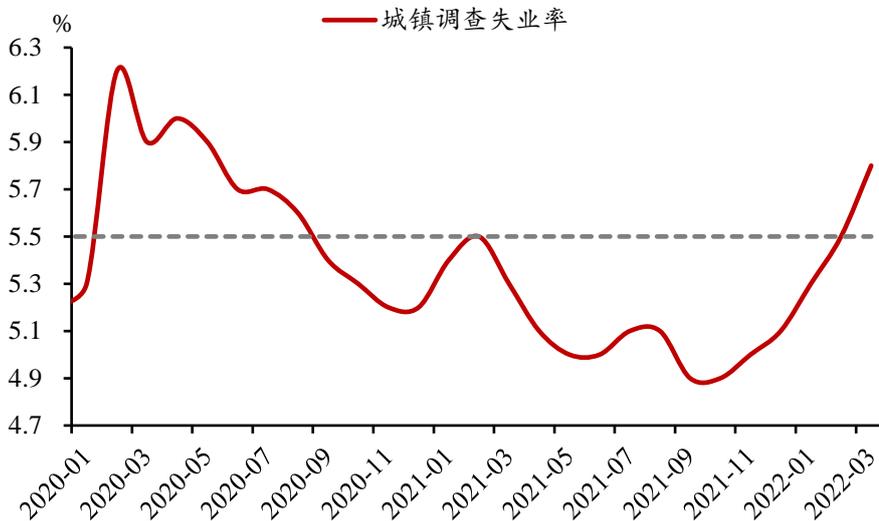


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，内部经济压力进一步加大，下阶段政策重点支持稳增长、稳就业、稳物价。央行延续了4.29政治局会议“我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”的表述，确认了疫情和乌克兰危机背景下，国内经济压力进一步加大。“三稳”中，稳增长对应疫情对经济冲击加大，稳增长力度需要进一步提升；稳就业被摆在突出位置，对应新一轮疫情冲击下城镇新增就业承压，失业率突破5.5%的红线，保就业压力加大；稳物价对应乌克兰危机下，全球粮食价格和能源价格的上涨压力，针对粮食安全、重要农产品产销和煤炭等能源供应，央行将做好金融保障服务，包括增加1000亿煤炭再贷款，新提出“适时增加支农支小再贷款额度”等。

图 2：2021 年下半年新一轮疫情反弹，城镇新增就业压力加大


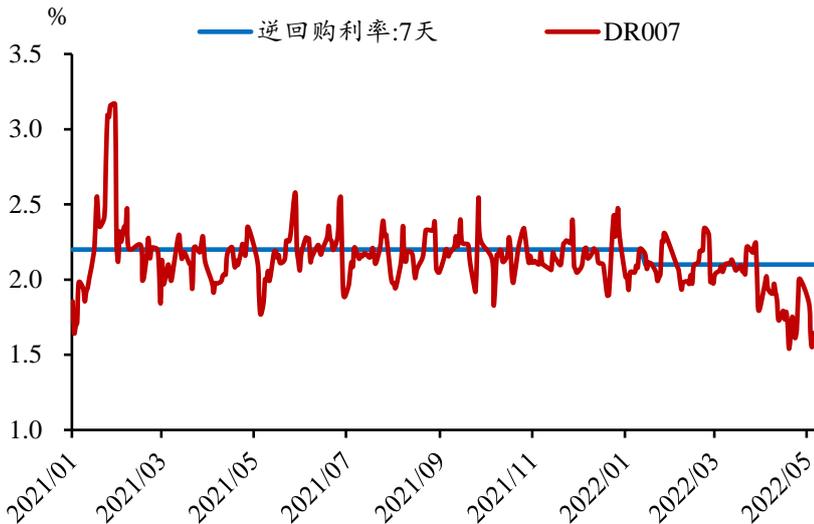
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：2022 年 3 月城镇调查失业率为 5.8%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

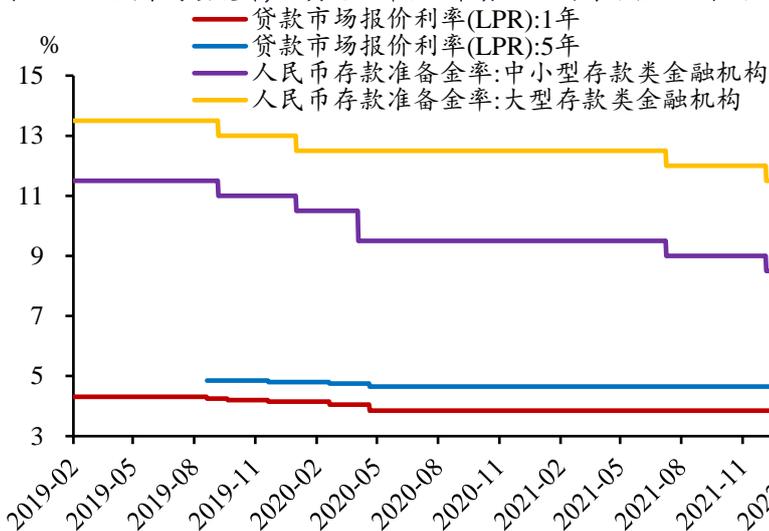
第三，坚持不搞“大水漫灌”，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能。今年以来，央行主动作为、靠前发力，为稳定宏观经济大盘提供了适宜的流动性环境。总量上 Q1 新增人民币贷款实现同比多增，社融增速升至 10.6%；结构上全力支持小微企业纾困，为疫情影响较大行业提供差异化金融服务，为粮食、能源保供提供金融保障，加大对有效投资等的金融支持。坚持不搞“大水漫灌”的政策基调较上一季度维持不变，央行近期通过降准和上缴利润已基本解决全年流动性缺口。**未来经济稳步复苏情形下，再降准空间较小；若经济恢复不及预期，不排除央行通过再降准提振市场信心。**结构工具上，近期央行再贷款工具频出，精准发力态势不变。

第四，央行上缴结存利润持续对流动性形成补充，预计短期内流动性将维持稳中偏松。3 月末超储率为 1.7%，较上年同期高 0.1 个百分点，4 月份以来，DR007 持续位于短期政策利率下方，反映出银行体系流动性稳中偏松。央行通过降准、上缴利润、MLF、再贷款等政策工具有效补充了流动性。5 月 10 日央行国库局局长董化杰表示“2022 年已上缴结存利润 8000 亿元，相当于降准 0.4 个百分点”。随着央行继续上缴结存利润，预计流动性稳中偏松的局面将延续。

图 4：4 月份以来 DR007 持续居于短期政策利率下方


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第五，银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束持续缓解，1 年、5 年期 LPR 均有下调空间。一季度以来，央行一是综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，缓解了流动性约束。二是以每月一次的频率稳定开展 CBS 操作，以永续债为突破口推动银行补充资本，同时鼓励大型银行降低拨备覆盖率，缓解了资本约束。三是“建立存款利率市场化调整机制”，推进存款利率进一步市场化，4 月最后一周（4.25-5.1），全国金融机构新发生存款加权平均利率为 2.37%，较前一周下降 10 个基点。至此，银行面临的流动性、资本、利率三大约束均有不同程度缓解，存在充足空间推动 LPR 进一步下调。

图 5：三大约束持续缓解，5 月份 1 年、5 年期 LPR 均有可能出现下调


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

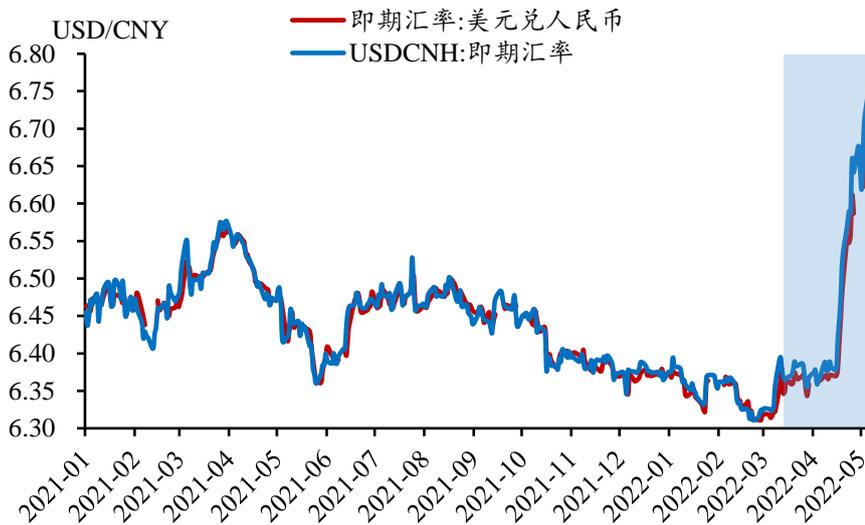
第六，当前时点启动存款利率改革，短期服务于稳增长、促实业。往深层看，是终结利率双轨制、完善央行调控框架的关键一环。当前，稳增长是央行的首要政策目标，央行意在降低企业综合融资成本，支持实体经济。现行利率传导机制下，贷款利率锚定 LPR，央行引导 LPR 下行最直接的手段是降息（MLF 利率）。汇率、中美利差等一系列因素约束下，央行降息受限，须通过其他途径引导 LPR 下调，这一途径就是“存款利率市场化调整机制”。

该机制一是以 10 年期国债收益率为参考，推动存款基准利率与市场利率“两轨并一轨”。从机制上看，当国债利率较低时，对应银行间流动性较充裕，银行高息揽储动机降低，存款利率有下调空间，反之则反。二是以 1 年期

LPR 为参考，使得银行负债成本与资产收益相匹配，同时受政策利率传导更畅通。如此一来，央行市场化利率形成和传导机制进一步完善，存款利率与 LPR 相互牵引联动，货币政策传导效率明显提高。

第七，汇率仍“以我为主”，央行或再度动用稳汇率政策工具。过去几周人民币汇率出现了快速贬值现象，5月9日在岸即期汇率突破6.7的关键点位。Q1报告中，央行关于汇率的定调仍然是“以我为主”，一方面这符合中国将稳增长放在首位的政策基调，央行将继续保持货币政策独立性，为国内经济增长创造宽松空间。另一方面，央行不会对人民币汇率大幅贬值、快速贬值坐视不管，下一阶段将“加强跨境资金流动宏观审慎管理，强化预期管理，处理好内部均衡和外部均衡的平衡”，或在下调外汇存准率后，再度动用其他稳汇率政策工具。

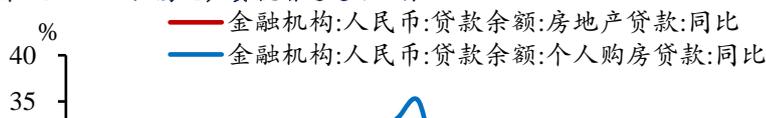
图 6：过去数周人民币汇率出现了快速贬值的现象



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第八，“房住不炒”基调不变，但支持因城施策、加大住房租赁金融支持力度，进一步放松地产调控政策将水到渠成。房地产业事关宏观经济稳定大局，出于稳增长、稳就业和稳信贷等考虑，都需要稳住房地产产业链。4.29 政治局会议提出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展”，在这一基础上，央行进一步提出“加大住房租赁金融支持力度，维护住房消费者合法权益”、“稳妥实施房地产金融审慎管理制度”等，传递出积极的稳地产态度。5月6日央行披露 2022Q1 贷款投向数据，其中房地产贷款增速 6.38%，较上年末边际回升。

图 7：2022Q1 房地产贷款增速边际上行



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_41492



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>