

降准要来，然后呢？——4.13 国常会解读

报告日期：2022-04-14

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_稳健有效——12月政治局会议和降准点评》2021-12-06
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_测算：LPR 还有再降息空间吗？》2022-01-10
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五问开年降息，对经济和配置有何影响？》2022-01-17
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_数读 LPR 调降》2022-01-20
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_稳信贷表述更加积极——央行 21Q4 货币政策报告解读》2022-02-13
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观专题_5.5%的底气在哪里？——2022 政府工作报告解读》2022-03-05
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“宽信用”的阶段性波折还是“资产负债表衰退”风险？》2022-03-12
- 8.《内外政策分化将进一步加剧——2022 年 4 月第 2 周政策跟踪》2022-04-10

主要观点：

- **事件：**4 月 13 日，李克强主持召开国务院常务会议，部署促进消费的政策举措；决定进一步加大出口退税等政策力度；指出适时运用降准等货币政策工具，加大金融对实体经济支持，引导降低市场主体融资成本。
- **核心结论：**预计降准将较快落地（关注 15 日），后续可能再降息（1 年期 LPR 可能降 5bp，关注 20 日；MLF 仍有调降可能，时点待观察）；短期而言，对实体的纾困作用大于扩内需，警惕资金空转和借新还旧，对实体拉动仍待观察；对股债利好，但可能偏短偏弱。
- **国常会说了啥？促消费、稳外贸、要降准，政策将加快加码推进。**

两会之后的国常会，围绕稳增长，对货币政策、财政政策、拉动经济的三驾马车进行全面部署。既是落实今年工作安排，又体现了在外有俄乌冲突、内有疫情反复的扰动下，政策可能加快加码推进。

稳增长的确性越来越强：3.14 国常会确定《政府工作报告》重点任务分工，对两会任务要求进行全面部署；3.21 国常会部署留抵退税的政策安排和 timetable，重申 3.16 金融委会议的维护资本市场稳定；3.29 国常会强调“咬定目标不放松”，“稳定经济的政策早出快出，制定应对更大不确定性的预案”，并要加速发债，财政前置，扩基建，开工 8000 亿元水利工程；4.6 国常会提出“国内外环境复杂性不确定性加剧，有的超出预期”，出台特困行业纾困政策，用再贷款等货币政策工具加大对实体支持；4.13 国常会部署促消费、加大出口退税等稳外贸政策、适时运用降准等货币政策工具加大对实体经济支持力度。综合来看，两会以来的国常会大致释放几个信号：第一，对经济担忧加大，但“咬定目标不放松”，5.5% 大概率还是要实现；第二，已定政策早出快出，超预期问题制定预案，指向二季度货币、财政将加速发力，且即将召开的 4 月政治局会议上，宽松可能加码；第三，政策重点放在财政加快发债，留抵退税保市场主体，疫情特困行业纾困，再贷款、降准等货币政策发力等方面；第四，稳增长抓手首先是基建（包含水利等），此外关注促消费、稳外贸等。

- **为什么要降准？什么时候降？怎么降？**出于稳增长、稳银行负债、配合发债、疫情下企业纾困等考虑，以及在 3 月以来的金融委会议、国常会等对货币政策主动应对的要求下，降准符合预期。5-6 月美联储可能连续加息，预计国内最快 4 月 15 日左右落实降准，后续还剩 340bp 空间，本次降 50bp 左右可能较为合适。

原因和背景看，2021 年下半年以来货币政策稳中有松，2021 年 12 月降准、2022 年 1 月降息后，市场对再次降准降息预期仍存，3.16 金融委会议、4.6 国常会和 4.13 国常会更是明确提及“货币政策要主动应对”、运用再贷款、降准等货币政策工具加大对实体企业支持，叠加消费仍弱、地产低迷、疫情对经济冲击较大（我们测算疫情对 Q1 经济拖累为 0.5 个百分点左右，目前情况，对 Q2 经济冲击可能也是如此，参见报告《“量跌价升”背后的近忧与远虑》），此时降准符合稳增长、稳

银行负债成本、配合发债、疫情助企纾困等要求，也符合国务院近期的政策部署。

时间点看，过往国常会提降准，慢则 1-2 周，快则 2-3 天即可落地，鉴于 5-6 月美联储可能连续加息，且 5 月可能加息 50bp，4 月国内落实降准概率较大，也就是本周五 15 日 MLF 到期时点附近。

幅度和空间看，2021 年 12 月 6 日降准后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.4%；考虑降准时央行表示“除已执行 5% 存款准备金率的部分县域法人金融机构外，对其他金融机构普遍下调存款准备金率 0.5 个百分点”，隐含存款准备金率下限可能在 5% 左右。因此后续降准总空间可能为 340bp，空间已较为有限，本次降 50bp 可能较为合适。

- **降准之后还会有降息吗？降准之后可能还有降息，1 年期 LPR 利率有望下调 5bps，5 年期 LPR 可能不动，是否马上降 MLF 利率仍存不确定性。**

第一，鉴于我们此前报告对银行负债成本的分析（请见报告《测算：LPR 还有再降息空间吗？》），2021 年以来各种货币政策工具合计节省银行资金成本约 1370 亿元，对应降低银行负债成本约 8.8bps。2021 年 12 月，在 MLF 未调降的情况下，1 年期 LPR 下调 5bps 后，后续银行成本仍余 3.8bps 的空间，叠加这次降准可能再释放 1bp 左右空间，意味着若降准落地，对应 1 年期 LPR 可能调降 5bps（详见图表 1）。

第二，我们此前分析过，08 年后至今，中国宽松美国收紧共有两次，分别是 2014-2016 年和 2018 年。期间中美利差平均为 129bp 和 72bp；最低为 49bp 和 24bp。中美利差处于阶段性低点的时候，个别时点外资流出，但并不十分严重。因此，预计后续仍有降 MLF 利率的可能，但时间点仍存不确定性（详见图表 2-3）。

- **降准对实体经济和资本市场有何影响？疫情压制下，纾困效果可能大于提振需求，警惕资金空转和借新还旧，对实体经济的拉动效果仍待观察。以史为鉴，降准利好股债，但股好于债，创业板表现最优。对于本次，此前降准预期已较强，预计对股债利好，但可能偏短偏弱。**

第一，**疫情压制下，纾困效果可能大于提振需求。**鉴于疫情对经济仍有拖累，降低市场活力，因此此时降准对需求拉动短期有限，且降准本就是释放资金的常规操作，属于偏稳健的货币政策。不过，此时降准有助于降低银行负债成本，打开为实体让利空间，叠加国常会鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备率（上次是疫情期间的 2020 年 4 月 21 日国常会提及降低中小银行拨备覆盖率），有助于银行释放信贷空间，加大信贷投放，有比较明显的助企纾困特征。

第二，**当前实体经济融资需求较差，银行风险偏好不高，也需警惕资金空转和借新还旧的问题，而这在流动性短期大幅宽松的时候更易发生，降准降息对实体经济的拉动效果有待观察。**我们根据 BIS 数据测算的中国企业新增信贷中借新还旧的比例在 2008 年-2021 年三季度持续提升，表明企业还债压力加大，新增投资意愿不足（请见报告《“宽信用”的阶段性波折还是“资产负债表衰退”风险？》）（详见图表 4）。

第三，**降准对股债的影响？**08 年至今降准共二十二次，降准之后上证综指和沪深 300 短期胜率较高，中长期胜率出现下滑但涨幅扩大。创业板在权益市场中表现最优，后一周、后一个月、后三个月胜率为 59%、

65%、53%，平均上涨 1.71%、6.65%、7.48%；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），具体表现为 10 年国债和 10 年国开债在降准前一周平均下行 4.7 和 5.3 个 BP，降准落地后债市持续下行但胜率有所下降，该规律仅在 2019 年不显著。总体看，降准利好股债，但股好于债，创业板表现最优（详见图表 5）。对于本次，由于此前市场对降准预期较强，当下的债券收益率可能一定程度上已经 price in 降准预期，后续持续下行幅度有限；股票市场短期将迎来利好，但若未来要持续上涨，可能需要诸如海外风险释放到位、国内经济数据好转、地产迎来拐点、更强的政策宽松幅度等事件的进一步提振。

● 风险提示

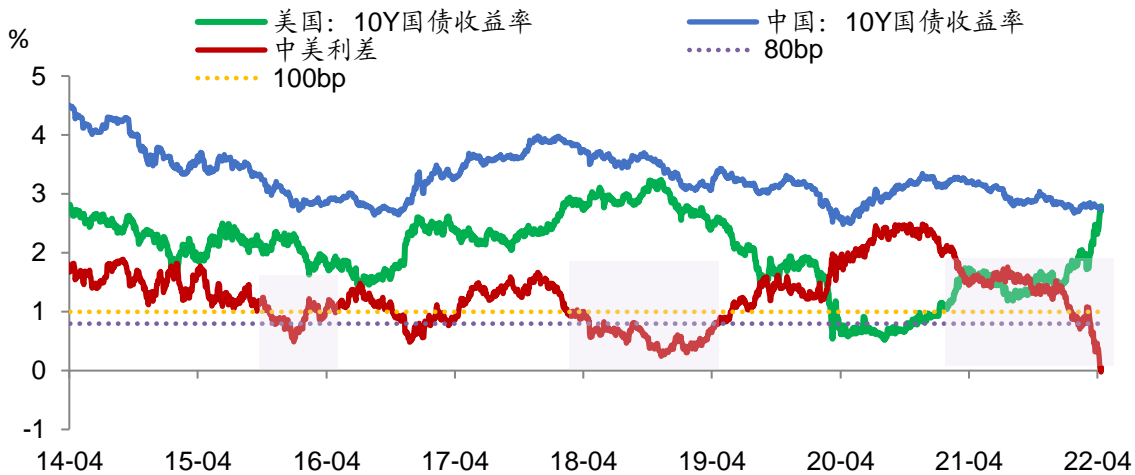
经济下行超预期，政策执行力度不及预期。

图表 1 2021 年中以来一系列货币政策工具合计降低银行成本测算

货币政策工具	原始利率	新利率	息差	释放资金 (亿)	节约成本 (亿元)	降低负债成本 (bp)
2021年7月降准 (2021.07.09)	MLF利率 2.95%	法定存款准备金利率 1.62%	息差 1.33%	释放资金 (亿) 10000	节约成本 133	0.85
2021年12月降准 (2021.12.06)	MLF利率 2.95%	法定存款准备金利率 1.62%	息差 1.33%	释放资金 (亿) 12000	节约成本 159.6	1.02
新增3000亿支小再贷款额度 (2021.09.01)	MLF利率 2.95%	支小再贷款利率 2.00%	息差 0.95%	释放资金 (亿) 3000	节约成本 28.5	0.18
降低支小、支农再贷款利率 (2021.12.07)	支小支农利率降低前 2.25%	支小支农利率降低后 2.00%	息差 0.25%	支小支农再贷款余额 (亿) 14684	节约成本 36.71	0.24
2021年12月首批碳减排工具资金 (2021.12.30)	MLF 2.95%	碳减排支持工具利率 1.75%	息差 1.20%	发放资金 (亿) 855	节约成本 10.26	0.07
煤炭清洁高效利用专项再贷款 (2021.11.08)	MLF 2.95%	煤炭清洁高效利用专项 1.75%	息差 1.20%	发放资金 (亿) 2000	节约成本 24	0.15
存款自律上限优化 (2021.6.21)	优化前	优化后	息差	长期定期存款 (亿)	节约成本	
国有行	2.94%	2.60%	0.34%	185018	629.06	4.03
股份行			0.30%	72429	217.29	1.39
城商行	3.15%	2.85%	0.30%	36987	110.96	0.71
农商行			0.30%	7679	23.04	0.15
存款自律上限优化合计					980.35	6.29
总体合计					1372.42	8.80

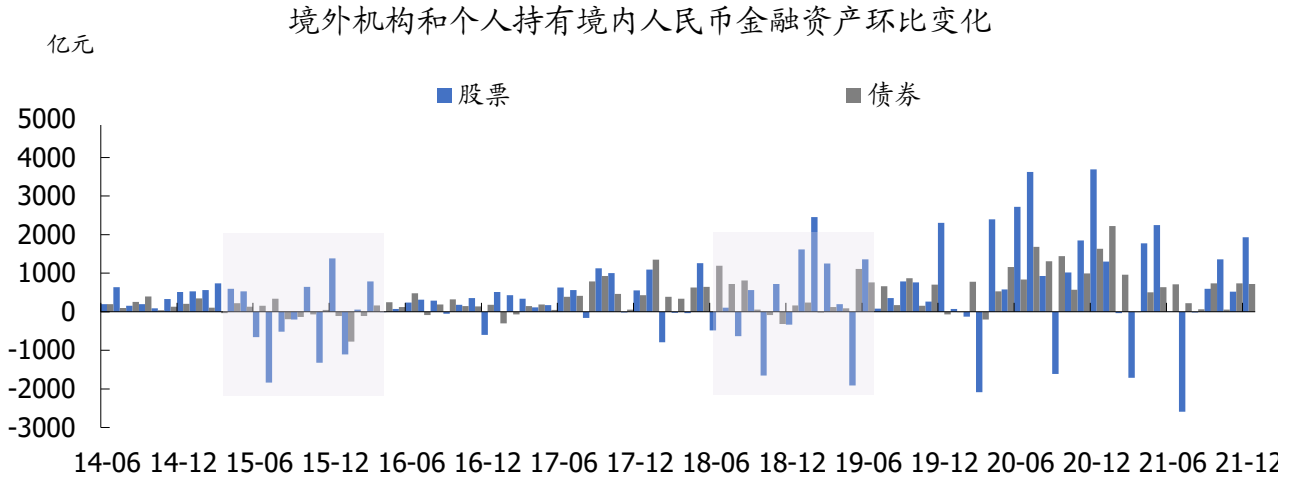
资料来源：中国人民银行，银行公告，华安证券研究所测算

图表 2 中美货币政策周期错位时的中美利差



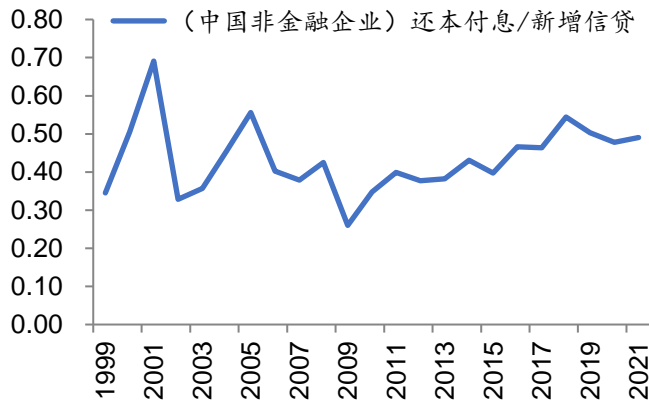
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3 中美利差缩窄时外资流出并不十分严重



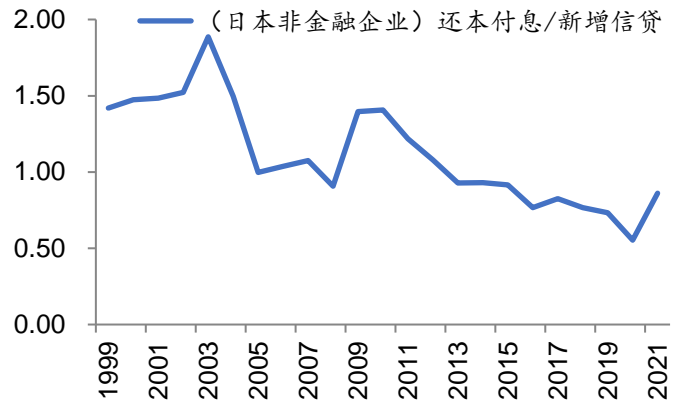
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 4 中国非金融企业还本付息压力提升，但可控



资料来源：BIS，华安证券研究所测算

图表 5 日本非金融企业还本付息压力较大



资料来源：BIS，华安证券研究所测算

图表 6 降准后大类资产表现总结

资产类别	上证综指 涨跌幅 (%)				沪深300 涨跌幅 (%)				创业板 涨跌幅 (%)				10Y国债收益率 (BP)				10Y国开债收益率 (BP)			
	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月
2008-09-25	21.19	-5.39	-24.99	-18.88	17.28	-4.27	-25.58	-15.13	-	-	-	-	1.56	-4.67	-57.54	-102.31	-11.36	9.54	-64.02	-119.67
2008-10-15	-4.66	-4.96	-0.41	-6.58	-5.36	-4.23	1.53	-1.99	-	-	-	-	-24.37	8.60	-15.80	-28.05	-19.29	1.77	-39.72	-57.33
2008-12-05	7.88	-3.19	-6.83	10.03	10.01	-2.62	-6.47	14.49	-	-	-	-	-8.44	1.76	-19.59	32.49	-5.40	11.00	-14.36	43.43
2008-12-25	-8.10	1.53	8.60	23.71	-8.52	0.65	9.96	28.36	-	-	-	-	0.04	0.55	33.21	42.50	5.87	-4.07	30.34	54.84
2011-12-05	-2.09	-1.79	-7.02	4.79	-2.02	-1.73	-8.83	5.60	-8.58	-0.21	-10.77	-4.18	-19.82	5.07	-0.25	11.94	-25.56	-0.09	-4.73	16.85
2012-02-24	3.50	0.86	-3.65	-3.63	4.37	1.21	-3.50	-1.99	6.20	-0.61	-3.29	-6.52	-1.97	4.52	0.83	-15.45	2.38	5.82	15.35	-4.57
2012-05-18	-2.11	-0.47	-1.21	-9.91	-2.39	-0.03	0.28	-9.88	-2.06	-0.49	6.62	2.45	-12.93	-5.95	4.93	-1.47	-21.09	-7.05	4.53	3.75
2015-02-05	-3.86	1.18	5.29	34.84	-3.30	2.26	5.07	35.24	3.68	0.82	12.40	60.43	-9.48	-1.53	9.04	5.42	-14.98	1.02	11.92	12.91
2015-04-20	2.31	7.36	5.44	-5.33	2.28	6.32	5.15	-7.99	-5.93	13.31	40.47	17.46	-21.31	-6.02	-2.72	4.55	-19.73	-17.12	-0.57	4.07
2015-09-06	-3.92	1.12	2.04	14.82	-3.45	0.94	1.42	13.45	-5.18	0.67	15.67	44.61	-6.00	1.00	-7.94	-29.23	-2.86	1.67	-7.35	-37.72
2015-10-23	0.62	-0.88	5.80	-15.59	1.05	-1.04	5.10	-13.72	3.65	-2.37	9.15	-16.78	-8.16	2.00	9.02	-24.86	-9.49	-5.98	3.53	-43.21
2016-03-01	-5.86	6.15	9.91	3.27	-5.14	6.04	9.81	4.64	-12.77	3.48	15.68	6.39	0.76	8.25	-1.08	12.49	2.83	7.64	6.28	16.54
2018-04-25	0.86	-1.18	0.75	-6.81	1.66	-1.70	-0.32	-6.45	-0.16	-0.98	-0.82	-10.43	11.05	5.47	0.08	-5.03	7.24	8.78	1.88	-21.34
2018-07-05	-1.90	3.80	-1.05	-0.64	-2.37	4.15	-2.07	-1.54	-0.71	5.35	-5.99	-11.68	-2.99	1.53	-4.37	11.50	-15.86	0.39	-9.48	4.20
2018-10-15	-5.46	3.38	2.50	-1.26	-5.00	4.60	2.51	-1.88	-7.64	5.18	10.84	-0.34	-2.98	0.53	-16.39	-45.60	-1.48	-2.47	-17.37	-62.93
2019-01-15	1.74	0.36	5.81	23.63	2.63	0.49	8.76	27.10	0.22	-1.11	7.55	31.64	1.72	-3.12	-6.57	23.53	8.97	1.50	1.52	29.86
2019-01-25	0.22	0.63	13.82	20.07	0.51	1.98	17.11	23.78	-0.32	0.46	21.40	31.96	4.88	-3.66	3.89	27.95	8.50	-7.24	5.02	22.66
2019-09-16	0.20	-1.77	-1.72	-1.53	-0.38	-1.69	-0.89	0.75	-1.09	-1.75	-3.38	3.85	6.76	0.79	7.67	9.28	9.97	-4.46	2.06	4.46
2020-01-06	1.43	1.04	-8.60	-8.52	1.17	1.81	-7.28	-8.02	3.89	4.04	4.29	5.91	0.30	-5.12	-29.12	-62.40	-0.61	-3.97	-31.55	-68.90
2021-07-09	0.15	0.43	-0.84	1.93	-0.23	0.50	-1.65	-2.75	2.26	0.68	1.39	-4.87	-6.98	-6.73	-14.90	-9.19	-6.64	-7.24	-18.18	-18.26
2021-12-06	0.75	2.56	-0.09	-6.03	0.85	3.91	-1.52	-11.03	-2.78	2.67	-8.18	-22.77	-0.74	3.76	0.29	1.00	-2.71	2.26	1.39	0.86
涨幅	0.14	0.51	0.17	2.49	0.17	0.83	0.41	3.38	-1.61	1.71	6.65	7.48	-4.72	0.33	-5.11	-6.71	-5.30	-0.40	-5.88	-10.45
胜率	57%	62%	48%	43%	48%	62%	52%	43%	35%	59%	65%	53%	62%	38%	57%	48%	67%	48%	48%	43%

资料来源: Wind, 华安证券研究所

注 1: 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”的大类资产表现是也隐含了下一次降准的影响, 分析时应予以考虑。

注 2: 计算胜率时, 股指上行、债券收益率下行为胜。

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。