

4月13日，李克强总理主持召开国务院常务会议。会议指出“适时运用降准等货币政策工具”，点燃市场宽货币预期。

➤ 为何4月开启再一次降准？

去年底央行宣布降准，今年初降息。货币和信用方面，我们期待上半年持续宽松。过去一段时间，美联储鹰派信号不断释放，美债利率快速走高，中美利差急速收窄，近日还出现了历史罕见的中美10年期利差倒挂。**正当市场疑惑中国货币政策是否受中美利差的牵制，当前时点国常会释放降准信号，宣告中国货币政策取向“以我为主”。**

国常会降准提法，绝大部分情况下会在后续时间兑现，4月降准或将落地，最快本周见到降准。**本次降准兑现我们之前对中国货币政策判断，地产企稳之前，货币政策维持宽松。宽信用会有，宽货币也会有。**

我们之前看多二季度货币宽松，理由比较简单：目前中国内需数据偏弱，尤其是疫情冲击消费和投资，并且高频数据显示，**疫情冲击有向出口和工业生产蔓延之势。当然，目前国内需求疲软的大背景是地产链条仍未见起色。**

➤ 4月降准之外，未来还降不降息？

国常会提到“降低企业综合融资成本”，我们理解这也是一个降息信号。除了政策信号之外，**我们看未来还有降息，是否在4月降息，值得期待。**我们之所以看未来还有降息，一个原因是今年4月疫情冲击经济，力度直逼2020年一季度。另一个原因是目前二三线地产销售仍偏弱。

中国有效的抗疫经济政策其实并不多，内核操作就两个抓手，地产和财政。而这两点政策抓手有效发力，需要疫情相对可控。**4月疫情冲击仍在，我们更需要宽货币先行，维持流动性平稳，平抑金融风险。**所以4月降准，这是理性的货币政策选择。

➤ 降准对利率下引作用有限。

降准的作用是打开银行信贷投放空间，是为宽信用操作而非宽货币工具。降准在短期内的确会增加流动性供给，然而金融市场流动性供给方式不只有降准，流动性供给阀门在央行，收紧和放松的手段也多样化。

当前疫情仍约束实体经济活动，流动性供给平稳即可。我们预计4月降准最终带来的效果是银行扩表空间打开，利率下行有限。

➤ 风险提示：疫情发展超预期；地产宽信用不及预期；稳增长政策不及预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

目 录

1 3月社融走高，不影响货币宽松.....	3
2 中美利差倒挂，不影响货币宽松.....	4
3 中国本轮货币宽松的锚.....	5
4 风险提示	6
插图目录	7

4月13日，李克强总理主持召开国务院常务会议。会议指出“适时运用降准等货币政策工具”，点燃市场宽货币预期。

1 3月社融走高，不影响货币宽松

3月社融增速的确较2月有显著修复，并且3月社融存量同比上行的斜率非常大。之前市场普遍的观点是，见到宽信用起效，则降准降息等宽货币操作便有所收敛。然而事实上我们刚见到3月宽信用，4月就紧接着或迎来降准。似乎宽信用并不成为货币松紧的锚定因素，这是为何？

宽信用关键不在于社融读数是否走高，关键在于宽信用的驱动力。

我们拆解社融结构，发现3月社融中相当一部分资金流向基建，另外一部分资金以票据和短贷形式给到中小微企业，目的是稳定中小企业现金流，帮助中小微企业度过疫情冲击。**若扣除额外多增的票据和短贷，3月实际社融增速在10.3%，几乎持平于前月（10.2%），3月信用其实没有扩张。**

当下地产才是真正决定全社会融资是否实质性改善的关键，然而地产链至今都没有显著修复。恰逢3月本土疫情在东部沿海地区开始扩散，经济压力加大。

本轮疫情的影响初期尚停留在消费领域。进入4月以后，疫情影响大有蔓延之势，从消费和投资进一步扩散至生产领域。我们担心4月工业和出口数据都因本轮疫情冲击而有明显下调。目前货运量、六大电厂日耗等高频数据显示，当前长三角供应链已经受到一定影响。

回过头来理解3月社融走高，描述的图景是宽信用真实效果有限，疫情又加大内需压力。当下政策面果断推进货币宽松，完全在情理之中。

图1：2022年3月社融同比显著走高



资料来源：wind，民生证券研究院

2 中美利差倒挂，不影响货币宽松

中美利差急速收窄，理论上意味着中美两国基本面发生变化，两国投资回报率差距缩小。不少新兴国家货币当局面对本国利率与美国利率收窄时，选择货币收紧，至少利差收窄时，新兴国家的货币宽松节奏有所放缓。

4月11日，中美10年期国债利率较美国10年期国债利率低2bp，出现历史难得一见的中美利差倒挂，市场对国内货币宽松预期因此降温。**中美利差收窄甚至倒挂，为何对中国货币没有影响？**

先来回溯历史，以事实数据说话。

与当前情形较为相似的2015年和2018年，当时都面临着美债利率走高，中国十年国债利率下行，中美利差急速收窄，但2015年和2018年中国货币都选择了宽松。

可见中美利差急速收窄时，中国不见得收紧货币，多数时候中国货币政策“以我为主”姿态颇明确。

图2：中美10年期利差倒挂



资料来源：wind，民生证券研究院

再看政策逻辑，中国货币独立性底气从何而来？

我们先不讨论中美利差和中美货币政策之间的关系到底是因果性还是相关性。中美利差若能左右中国货币政策，中美利差的影响主要借助汇率和资金外流渠道。

常见的逻辑是，当中美利差缩窄，国内若采用货币宽松，汇率承压，资金外流。当汇率贬值和资金外流速度过快，国内流动性受到冲击，反过来迫使国内货币宽松节奏收敛。这就是典型的中美利差收窄，约束国内货币政策的机制。

和以往不同，疫情以来中国出口展现出超强韧性，今年3月出口增速在10%以上。**出口高景气，基本奠定了中国强健的汇率基本面。面临本轮美债快速走高，人民币汇率并未急速走软。**

更为重要的是，本轮中美利差急速缩窄，直接因素更多在美债利率快速走高。而本轮美债利率之所以走高，受超高的通胀驱动，而不是经济内生动力。**扣除通胀，美债实际利率上行幅度远不及名义利率。因而本轮美债利率上行对国内资金的压迫，不像美债利率直观读数看上去那么强。**

图 3：3 月下旬以来人民币汇率尚未面临急贬压力


资料来源：wind，民生证券研究院

3 中国本轮货币宽松的锚

3 月宽信用不影响本轮货币宽松，中美利差倒挂也不影响宽信用。那么本轮货币宽松的锚到底是什么？更进一步，本轮货币宽松的尽头在哪里？

既然中美利率倒挂不对中国货币宽松造成影响，这就意味着中国货币松紧锚定内需。一方面是地产，另一方面是疫情，这是当前内需两大压制因素，也是本轮中国货币宽松之锚。

国常会提到“适时运用降准等货币政策工具”。中国降准在时点选择上，一般是在季末或者季初。**4 月是缴税大月，所以本月或会见到降准，最快本周。**

除了降准之外，预计近期我们应该还能见到降息。毕竟年初降准降息之后，二三线城市跟进“一城一策”调控，至今二三线城市房地产量价未有明显改善。目前需要跟进新一轮货币宽松。**只不过降息是否在 4 月，值得期待。**

图 4：地产是中国系统性重要部门

维度	解释
GDP	• 房地产业增加值占 GDP 比重约 7% (2019 年)
投资	• 房地产开发投资占整体投资比重约三成 (2021 年)
就业	• 房地产业关系 12% 城镇居民就业 (2019 年)
财政	• 土地出让金除以税收，比重已经在 50% (2021 年) • 2010 年以来，土地出让金已经构成地方政府收入的 40%~50%
金融	• 居民资产配置占比高：初步估算，现阶段中国居民总资产中房地产占比至少达 60%。 • 占信贷比重高：房地产信贷占商业银行贷款近三成 • 占社融比重高：社融中每年有约 10 万亿流向地产（含居民部门信贷）。

资料来源：民生证券研究院

4 风险提示

1) 疫情发展超预期。若本轮疫情影响范围和时间超过预期，会导致使得年内经济下行压力进一步加大，加剧社融向中小企业倾斜，同时房地产销售会受制于疫情迟迟无法恢复，进一步挫伤地产企业融资，但疫情后续发展的情况超出本文预测范围。

2) 地产宽信用不及预期。若地产政策放松不及预期，如房地产销售持续低迷，会导致房地产信用资质进一步恶化，从而导致部门宽信用迟迟不及预期，导致社融后续回升不及预期，导致经济稳增长可能也不及预期。

3) 稳增长政策不及预期。若稳增长政策力度不及预期，后续经济基本面改善力度有限，会导致实体需求扩张不及预期，从而对实体信用端扩张推动不够，国债利率上行动力有限，债券阶段性行情可能会持续下去。

插图目录

图 1：2022 年 3 月社融同比显著走高.....	3
图 2：中美 10 年期利差倒挂.....	4
图 3：3 月下旬以来人民币汇率尚未面临急贬压力.....	5
图 4：地产是中国系统性重要部门.....	5

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001