

宽信用与宽货币并重

0413 国常会金融安排点评

相关研究报告

《债市的短期调整与长期韧性——经济修复与远期趋势》 20210617

《企业利润与利率周期——前两轮周期的经验参考》 20210809

《跨周期的“两阶段宽信用”》 20210825

《单向度的宽信用并不容易》 20210908

《跨周期的长债收益率分析》 20210930

《如何看待“宽松预期落空”》 20211021

《货币条件率先启动》 20211111

《降息的宽信用作用——MLF降息点评》 20220117

《宽信用趋势进一步明确——LPR降息点评》 20220120

《通胀压力或被平稳消化——3月通胀数据点评》 20220411

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 固定收益

证券分析师: 肖成哲

(8610) 66229354

chengzhe.xiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060005

证券分析师: 张鹏

peng.zhang_bj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090001

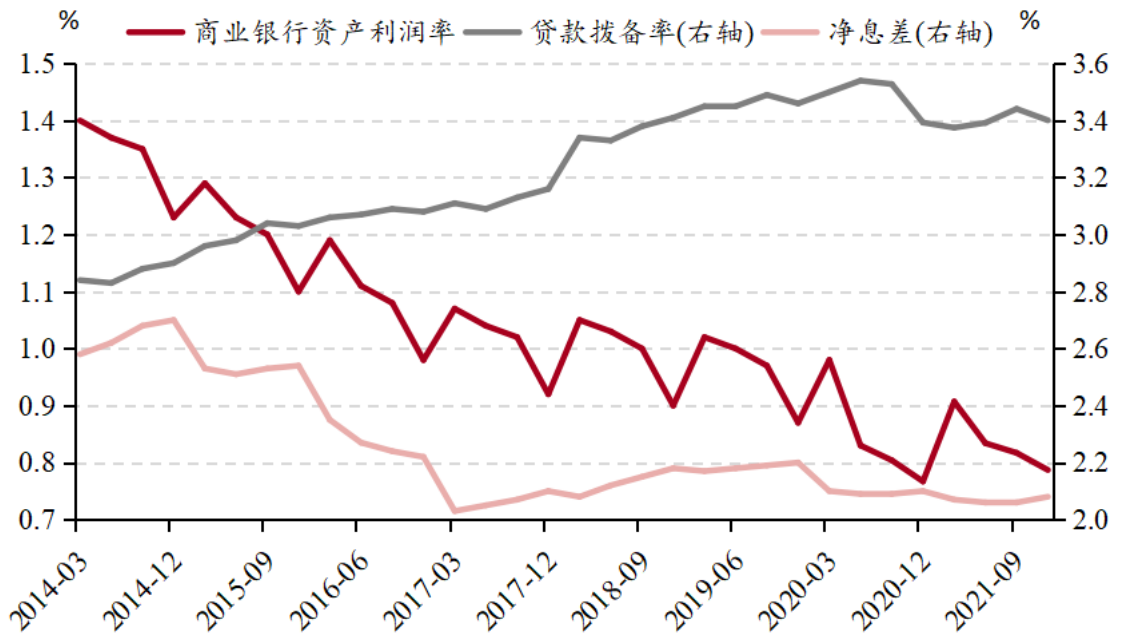
- 本次国常会要求“鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率”。在此前报告《社融趋势与金融机构偏好》(20220413)中,我们曾提出,当前信用融资增速偏慢,特别是企业中长期信贷增长偏慢与金融机构风险偏好偏弱有一定关系。因此,国常会鼓励有条件的大型银行有序降低拨备覆盖率,正是在鼓励大型银行在信贷投放方面更加积极。
- 本次国常会提及降准,反映决策层判断外资流出和汇率压力相对可控,坚持货币政策的“以我为主”。当前我国贸易项下顺差依然较大,今年前3个月外贸顺差累计达到1629.4亿美元,同比增长近50%,预计在规模上足以对冲并超出债券市场上的资本外流。从而确保中美利差收窄不会对汇率产生严重冲击。同时,降准为债市提供的流动性也有利于对冲外资的减持压力。
- 下一阶段可能的降准或是定向性、或附有定向性要求的。我们在此前报告中提出,从近期企业融资的增速来看,企业信用债和企业短贷及票据融资增速的上行趋势较为一致,而企业中长贷增速则处于下行趋势。这印证了,金融机构对于向中小微企业提供中长期贷款较为谨慎。因此,下一阶段可能出台的降准或带有一定的定向性要求,从而引导金融机构增加对中小微企业的中长期信贷支持力度。
- 风险提示:国内外实体经济出现超预期变化,通货膨胀过快上行,政策超预期收紧。

事件：新华社北京4月13日电，国务院总理李克强4月13日主持召开国务院常务会议。会议决定，“针对当前形势变化，鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率，适时运用降准等货币政策工具，推动银行增强信贷投放能力，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小微企业、个体工商户的支持力度，向实体经济合理让利，降低企业综合融资成本”。

点评：本次国常会对金融政策的安排体现“宽信用”与“宽货币”并重的特征：

首先，会议要求，“鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率”。在此前报告《社融趋势与金融机构偏好》(20220413)中，我们曾提出，当前信用融资增速偏慢，特别是企业中长期信贷增长偏慢与金融机构风险偏好偏弱有一定关系。近年来，商业银行资产利润率整体上震荡下行，贷款拨备率虽然较2020年已有回落，但仍处于近年来的较高水平。商业银行出于风险收益权衡，可能对于向中小微企业提供中长期贷款缺乏足够激励。本次国常会鼓励有条件的大型银行有序降低拨备覆盖率，正是在鼓励大型银行在信贷投放方面更加积极。

图表1.商业银行资产利润率与贷款拨备率

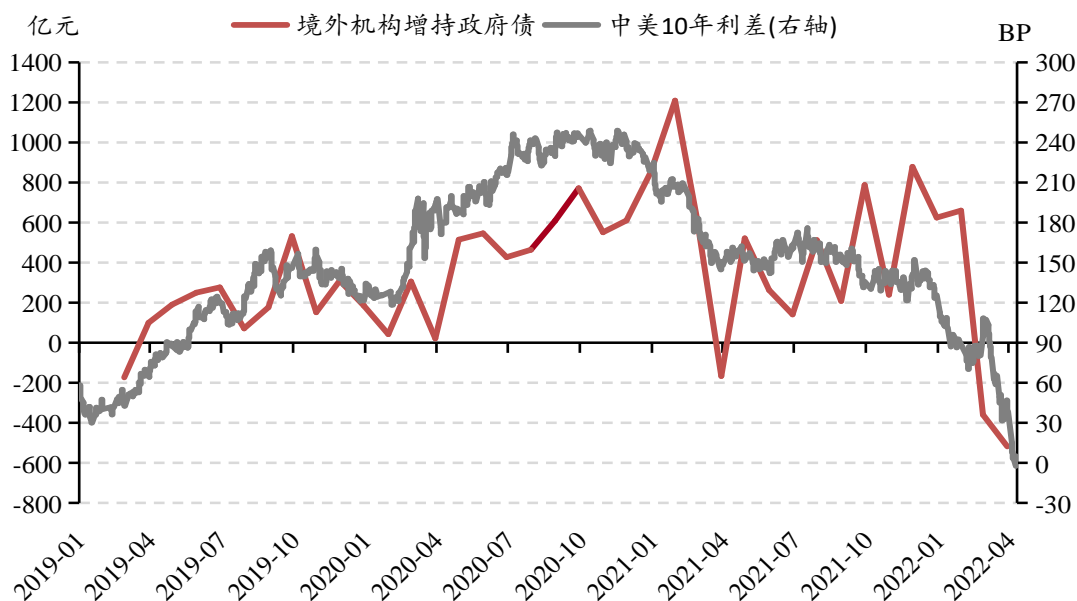


资料来源：万得，中银证券。

其次，本次国常会提及降准，反映决策层判断外资流出和汇率压力相对可控，坚持货币政策“以我为主”。我们在前期报告《如何看待后续降息降准》(20220216)中提出，按照“货币供应量同名义经济增速基本匹配”的要求，年内降准的必要性相对明确。从历史经验来看，美联储即使加快升息，预计对国内降准的阻碍也较小。目前，中美国债10年期收益率已接近持平，国债市场确实面临一定的外资机构坚持国债压力。3月在中美国债10年利差收窄至50BP以下的情况下，境外机构持有的我国国债规模共减少约518.1亿元，基本符合利差变动与外资增减持的规律。

当前我国贸易项顺差规模依然较大，今年前3个月外贸顺差累计达到1629.4亿美元，同比增长近50%，预计在规模上足以对冲并超出债券市场上的资本外流。从而确保利差的收窄不会对汇率产生严重冲击。同时，降准为债市提供的流动性也有利于对冲外资的减持压力。

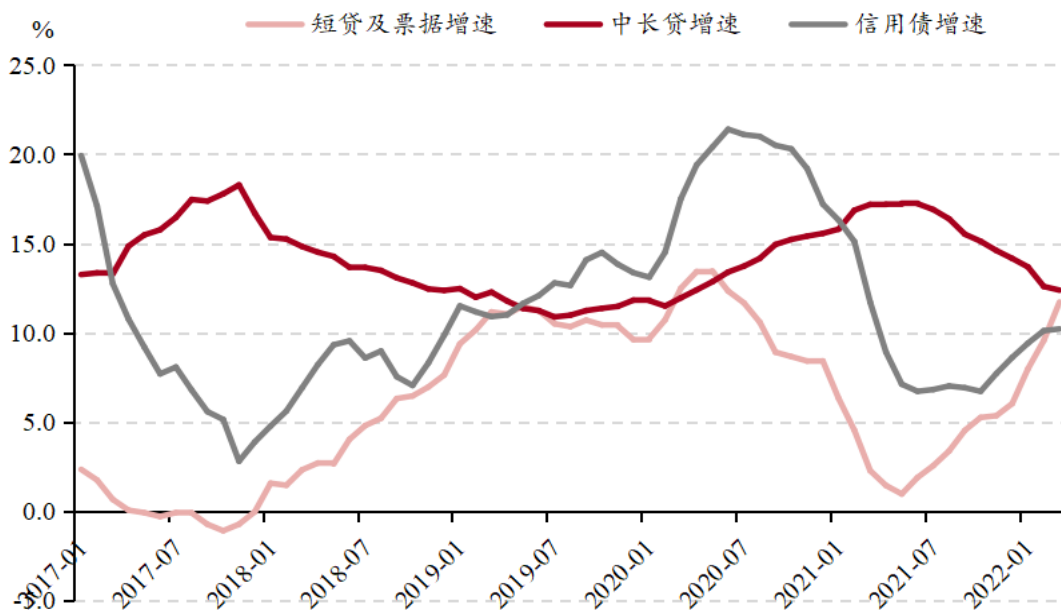
图表 2.中美 10 年国债利差与境外机构增持国债



资料来源：万得，中银证券。

第三，下一阶段可能的降准或是定向性、或附带定向性要求的。本次国常会要求，“进一步加大对金融对实体经济，特别是受疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户的支持力度”。我们在此前报告《社融趋势与金融机构偏好》(20220413)中提出，从近期企业融资的增速来看，企业信用债和企业短贷及票据融资增速的上行趋势较为一致，而企业中长贷增速则处于下行趋势。这更印证了，金融机构对于向中小微企业提供中长期贷款较为谨慎。因此，下一阶段可能出台的降准或带有一定的定向性要求，从而引导金融机构增加对中小微企业的中长期信贷支持力度。

图表 3.企业信贷和债券余额增速



资料来源：万得，中银证券。

风险提示：国内外实体经济出现超预期变化，通货膨胀过快上行，政策超预期收紧。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371