

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

降准，为什么不多不少是 0.25 个百分点？

2022 年 4 月 15 日

- **如何理解央行全面降准 0.25 个百分点？** 第一，为稳定宏观经济大盘释放更加积极的信号。一季度以来，经济持续面临“三重压力”，新一轮疫情反弹，外部地缘政治危机凸显。此次降准有利于加强政策宽松力度，提振实体经济信心，修正预期。第二，全面降准 0.25 个百分点，刚好解决今年剩余的 5000 亿流动性缺口。根据我们测算，2022 年准备金缴存范围扩大所带来的流动性缺口约为 1.5 万亿，央行上缴结存利润之后，剩余缺口约为 5000 亿。全面降准 0.25 个百分点，共计释放长期资金约 5300 亿元，刚好对冲剩余缺口。
- **下一阶段，货币政策将以宽信用为主要发力点。** 基于我们构建的信用周期指数，一轮完整的周期大约持续三年左右。最新一轮周期以 2021 年 7 月央行降准为开端，8 月央行信贷座谈会释放明确政策信号，10 月起数据出现明显改善。据此判断，今年至少前三季度都将处于信用扩张周期，宽信用后续空间广阔。
- **五年期 LPR 有下调空间。** 历史上央行降准后，LPR 降与不降的情形都存在。我们判断后续 LPR 下降的可能性更大，第一，降准能够降低金融机构资金成本，有能力推动 LPR 下调。第二，国常会传递明确政策意图，将进一步加大金融对实体经济支持力度，降低企业综合融资成本。第三，当前是宽信用发力窗口，考虑到要进一步稳房贷、优化信贷结构，降 LPR 对实体经济的提振作用较大。
- **降政策利率面临美联储加息和汇率贬值的现实约束。** 第一，美联储即将进入沃尔克时期后，最猛烈的一轮加息周期。历史上，在美联储加息期，中国央行从未降低基准利率。中美利差已发生倒挂，若中国央行再降息，利差将承受更大的收缩压力。第二，2022 年一系列支撑人民币汇率的因素均发生扭转，包括疫情防控领先优势可能被打破、资本外流压力加大、出口增速趋于回落、美国货币政策紧于中国，人民币贬值压力开始显现。
- **基建发力蓄势待发，消费刺激政策值得期待。** 一季度以来专项债发行节奏加快、规模提升，财政部已下发年内剩余额度，加上去年四季度的 1.2 万亿，专项债资金已到位。今年以来发改委过审项目规模大幅提升，扩大投资的载体已就绪。当前促销费仍缺少关键一环，社会集团消费增长较慢，考虑到消费对于经济的重要支撑作用，4 月 13 日国常会上部署了大量促进消费的举措，后续可以期待更加具体、力度更大的消费刺激政策出台。
- **风险因素：** 疫情再度恶化，政策推进不及预期。

目录

一、如何理解央行全面降准 0.25 个百分点？	3
二、下一阶段展望：货币政策将以宽信用为主要发力点	4
风险因素	8

图目录

图 1：3 月制造业、非制造业 PMI 双双下滑至荣枯线以下	3
图 2：准备金缴存范围一般小于 M2 和各项存款余额	4
图 3：可以根据 M2 增速锚定准备金缴存范围增速	4
图 4：根据信用周期指数，今年前三季度都将处于信用扩张期	5
图 5：历史上央行降准后，LPR 降与不降的情形都存在	5
图 6：美联储加息期，中国央行从未降低基准利率	6
图 7：日前中美利差发生倒挂	6
图 8：3 月中旬以来汇率方向出现扭转迹象	7
图 9：2 月银行代客收付款由顺差转为逆差	7
图 10：2022 年 1-3 月发改委过审项目规模大幅提升	8
图 11：疫情后，社会集团消费增长始终慢于居民消费	8

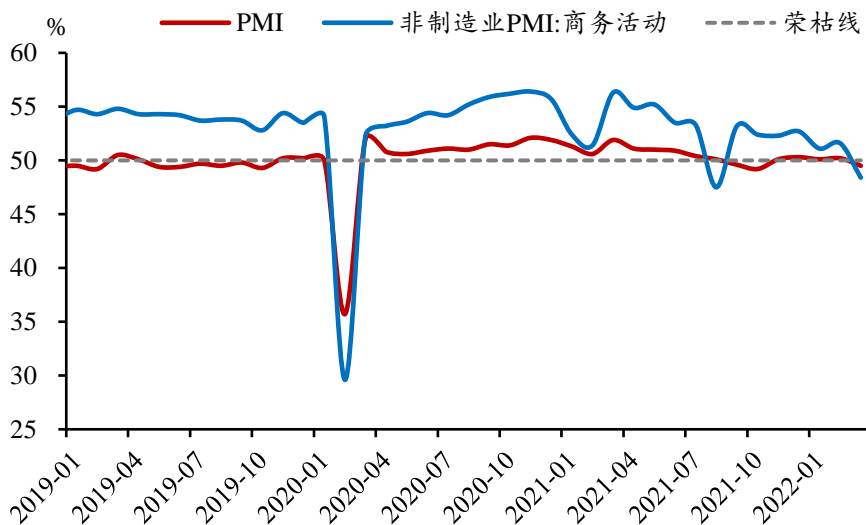
事件：

4月15日，中国人民银行下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。

一、如何理解央行全面降准0.25个百分点？

第一，为稳定宏观经济大盘释放更加积极的信号。一季度以来，经济面临的“需求收缩、供给冲击、需求转弱三重压力”持续存在，房地产链条景气度下行，制造业PMI落至荣枯线以下，新一轮疫情反弹，消费复苏受阻、中小微企业经营困难。外部环境面临全球供应链紧张、地缘政治危机下重要能源品短缺和涨价、美联储快速收紧政策等一系列冲击。近期稳增长政策信号不断强化，3月29日国常会提出“把稳增长放在更加突出的位置”、“稳定经济的政策早出快出，不但不利于稳定市场预期的措施”；Q1货币政策例会提出“强化跨周期和逆周期调节”、“主动应对”；4月13日国常会官宣降准，4月15日央行迅速响应。本次降准有利于加强政策宽松力度，提振实体经济信心，修正预期。

图 1：3月制造业、非制造业 PMI 双双下滑至荣枯线以下

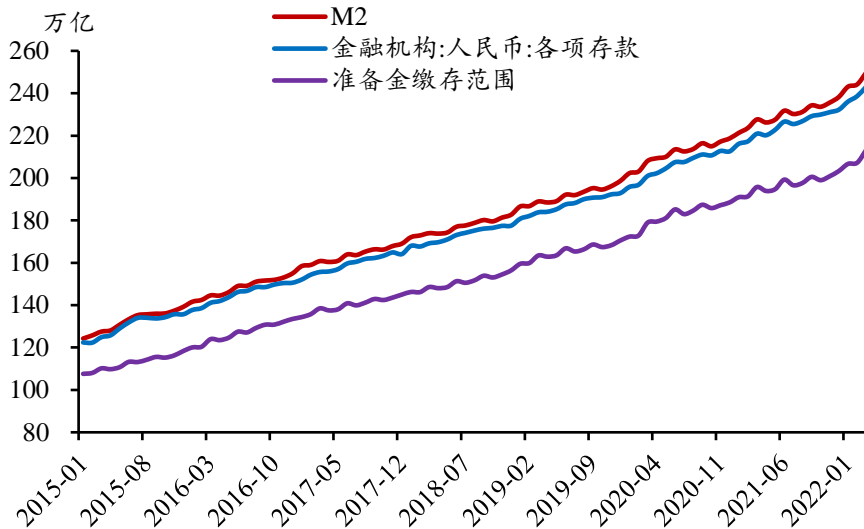


资料来源：Wind，信达证券研发中心

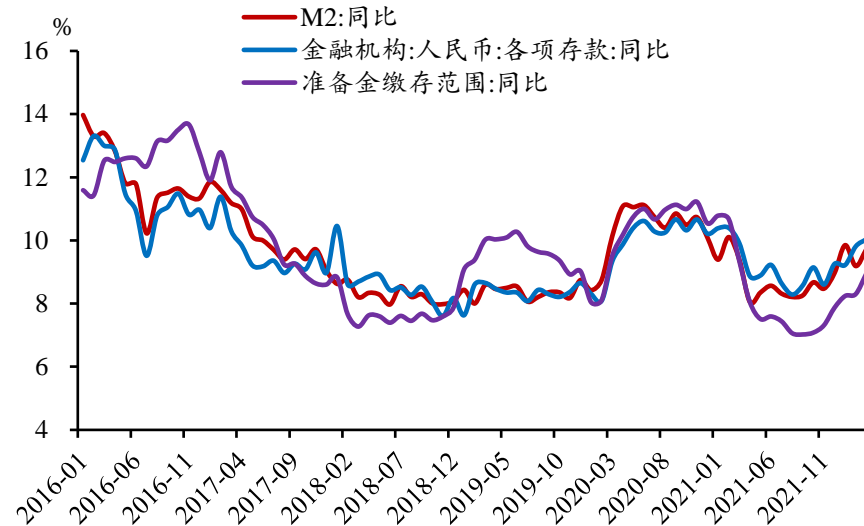
第二，解决全年1.5万亿美元的流动性缺口。除了释放积极信号之外，降准还有更加务实的原因——解决存款准备金增长带来的流动性缺口。准备金缴存基数每年都在增长，2021年底，准备金缴存范围约为203万亿元。我们可以通过预测M2增速的方法锚定今年准备金缴存范围的增幅，预计2022年M2增速为8.5-9%，则全年准备金缴存范围同比增加17.5-18.7万亿元，按去年12月央行降准后公布的8.4%的加权存款准备金率计算，准备金净增幅约为1.5万亿元。

央行上缴结存利润之后，剩余缺口约为5000亿。2022年3月8日，央行依法向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿元。上缴利润之后，央行资产负债表上资产方不变，负债方其他负债减少1万亿，政府存款增加1万亿。形成财政支出后，补充流动性1万亿。

全面降准0.25个百分点，刚好解决剩余的5000亿缺口。预计2022年准备金缴存范围增长至223.7-224.8万亿元，央行全面降准0.25个百分点，释放资金约5000亿，刚好对冲这一部分缺口。央行在今日答记者问公告中给出了准确数字，“此次降准共计释放长期资金约5300亿元”。

图 2：准备金缴存范围一般小于 M2 和各项存款余额


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：可以根据 M2 增速锚定准备金缴存范围增速


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、下一阶段展望：货币政策将以宽信用为主要发力点

第一，基于我们构建的信用周期指数，本轮宽信用正处于开始阶段，后续空间广阔。我国过去的几轮信用周期：200806-201101、201101-201401、201401-201803、201803-202106，一轮完整的周期大约持续三年左右。本轮宽信用周期以 2021 年 7 月央行降准为开端，8 月央行信贷座谈会释放明确政策信号，强调“保持信贷平稳增长”，2021 年 10 月起数据出现明显改善。据此判断，今年至少前三季度都将处于信用扩张周期。

图 4：根据信用周期指数，今年前三季度都将处于信用扩张期

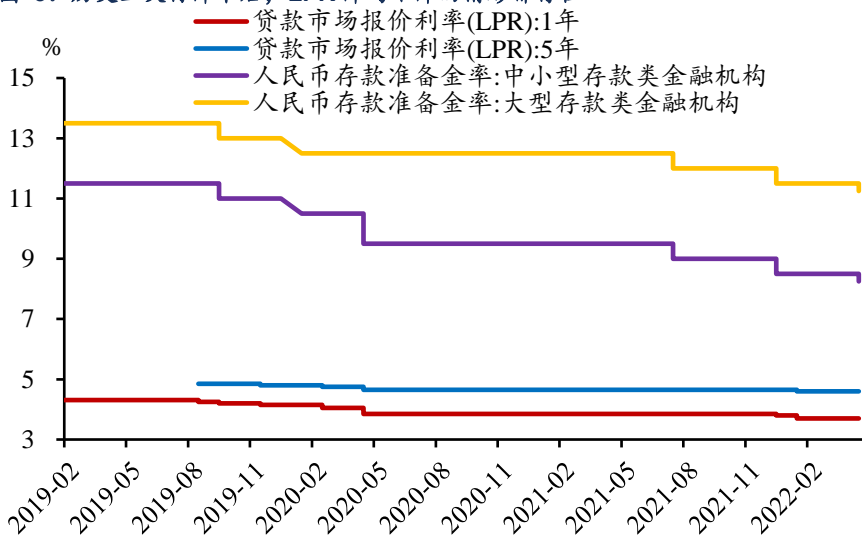


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，考察央行其他政策工具，五年期 LPR 有下调空间，再降政策利率的空间已经很小。

1) **五年期 LPR 有下调空间。**历史上央行降准后，LPR 降与不降的情形都存在。以 2021 年为例，7 月降准后 LPR 未变，12 月降准后，1 年期 LPR 两次下调共 15bp，5 年期 LPR 下调 5bp。我们判断后续 LPR 下降的可能性更大，第一，降准能够降低金融机构资金成本，此次降准节约成本约 65 亿元，理论上有力推动 LPR 下调。第二，国常会传递明确政策意图“推动银行增强信贷投放能力，进一步加大金融对实体经济支持力度，合理让利，降低企业综合融资成本”。第三，当前是宽信用发力窗口，考虑到要进一步稳房贷、优化信贷结构，降 LPR 对实体经济的提振作用较大。

图 5：历史上央行降准后，LPR 降与不降的情形都存在



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

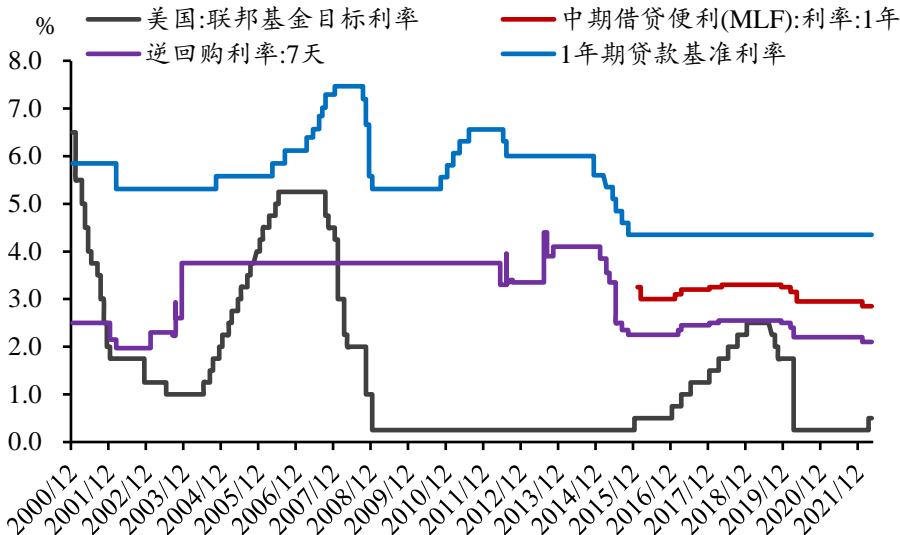
2) 降政策利率面临美联储加息和汇率贬值的现实约束。

历史上，在美联储加息期，中国央行从未降低基准利率。20151024，中国央行双降存贷款基准利率，20151217，美联储开始加息，这是中国降息距离美国降息最近的一次，距离两个月。

美联储即将进入沃尔克时期后，最猛烈的一轮加息周期。美国3月CPI、PPI数据再破市场预期，通胀继续爆表，石油危机以来的四十年间，历任联储主席从未面临如此之高的通胀。判断这一轮美联储加息周期，沃尔克时期的经验将更具参考意义。3月4日国会听证会上，议员提问鲍威尔“是否会像沃尔克一样严厉控制通胀”，鲍威尔回答“沃尔克是那个时代最伟大的公职人员之一，历史会证明，这个问题的答案是肯定的”。除此之外，鲍威尔近期还表态要对通胀采取强硬行动，必要时一次加息50基点。联邦基金利率期货显示，5月加息50bp的概率已高达87%。

中美利差已发生倒挂，若中国央行再降息，利差将承受更大的收缩压力。4月11日中美十年期国债收益率倒挂2bp，自2010年以来首次发生倒挂，4月14日倒挂幅度升至6bp。

图 6：美联储加息期，中国央行从未降低基准利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：日前中美利差发生倒挂

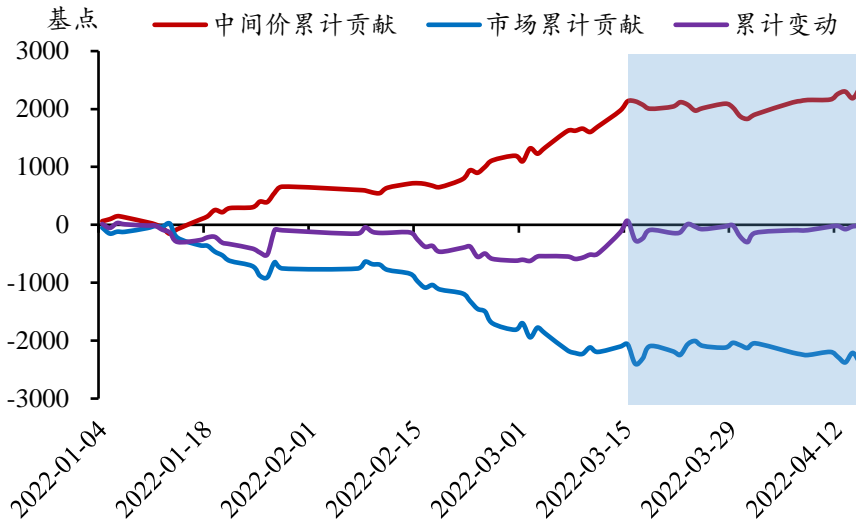


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2022 年一系列支撑人民币汇率的因素均发生扭转，人民币贬值压力开始显现。3 月中旬以来汇率方向出现扭转迹象，市场力量开始以驱动人民币贬值为主，中间价开始对冲贬值压力维稳汇率。在未来可能发生扭转的几大因素：**第一**，中国疫情防控优势在 2022 年可能被打破，发达国家解封迈向共存，新兴经济体有望收窄免疫鸿沟。**第二**，2022 年以来资本外流压力增大，尤其体现在证券市场的资本外流，2 月银行代客收付款差额发生方向性转

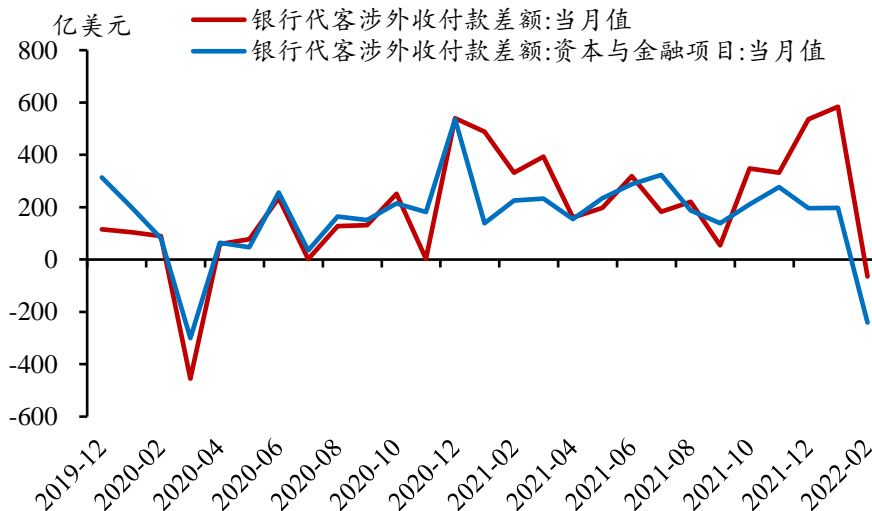
变，顺差转为逆差，须警惕人民币出现贬值预期。**第三**，2022年出口增速可能前高后低，对人民币汇率的支撑减弱。**第四**，美国货币政策明显紧于中国，可能推动人民币转为贬值。

图 8：3 月中旬以来汇率方向出现扭转迹象



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：2 月银行代客收付款由顺差转为逆差

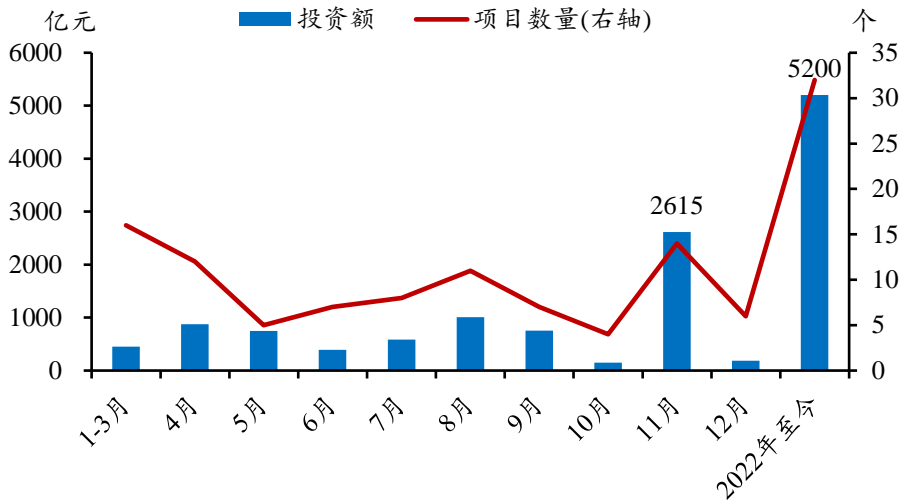


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

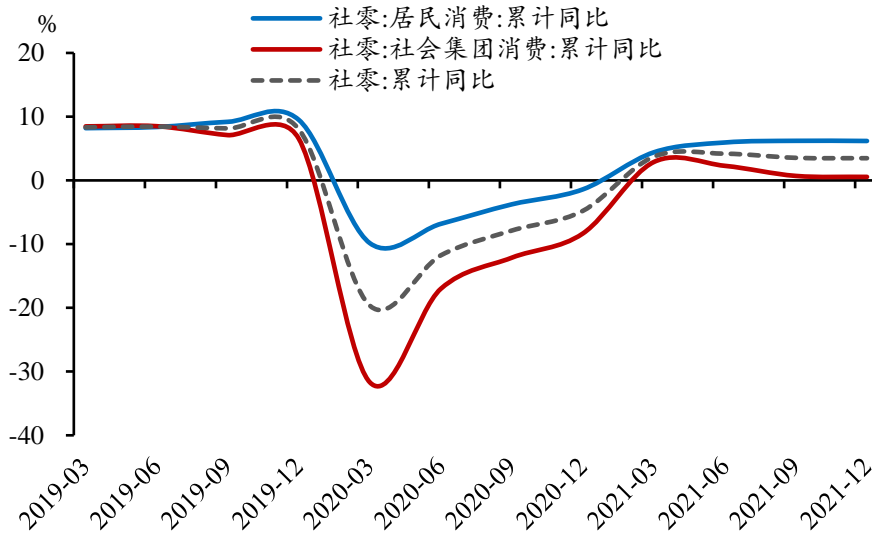
第三，基建发力蓄势待发，消费刺激政策值得期待。

基建蓄势待发：一季度以来专项债发行节奏加快、规模提升，按照 3 月 29 日国常会的最新部署，去年提前批额度（1.46 万亿）5 月底前发行完毕，剩余额度（2.19 万亿）9 月底前发行完毕，加上去年四季度发行的 1.2 万亿，专项债资金已到位。4 月 14 日国家发改委召开新闻发布会，介绍扩大有效投资有关情况，今年以来国家发改委共审批核准固定资产投资项 32 个，总投资 5200 亿元，审批规模大幅提升，项目已就绪。

消费刺激政策值得期待：当前促销费仍缺少关键一环，社会集团消费增长较慢。我们将社零数据拆分为居民消费和社会集团消费两部分，截至 2021Q4，居民消费两年平均增速为 6.2%，社会集团消费仅为 1.5%，较疫情前仍有较大差距。考虑到消费对于经济的重要支撑作用，4 月 13 日国常会上部署了大量促进消费的举措，后续可以期待更加具体、力度更大的消费刺激政策出台。

图 10: 2022 年 1-3 月发改委过审项目规模大幅提升


资料来源: 国家发改委官网, 信达证券研发中心

图 11: 疫情后, 社会集团消费增长始终慢于居民消费


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情再度恶化, 政策推进不及预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。