



中航证券研究所  
分析师：符旻  
证券执业证书号：S0640514070001  
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

## 小规模降准落地，央行采取弱宽松或主要源于对“可行性”的考量 ——央行降准点评

2022年4月15日

### ➤ 事件：

中国人民银行决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。

### ➤ 点评：

由于4月13日的国务院常务会议提出“适时运用降准等货币政策工具”，对降准进行了预告，因此市场对降准落地已有充分预期。本次降准属于小规模全面降准（仅调降0.25个百分点，小于通常的降准幅度）+定向降准（对部分城商行和农商行定向降准，支持小微和“三农”），共计释放长期资金约5300亿元，幅度略低于市场预期。

4月15日，央行对MLF和逆回购均进行了等量平价续作，市场降息预期落空，叠加本次降准规模弱于预期，央行表现出了对政策宽松的谨慎性，我们认为这种谨慎可从两个方面进行理解。

一种可能是由于目前中美10年期国债收益率已经倒挂，外部流动性的快速收紧之下，我国国内货币政策宽松的可行性降低。中美利差倒挂主要是通过国际资本流动和人民币汇率的渠道间接制约我国货币政策。近期虽然A股和债市均出现一定的资金外流，但人民币汇率保持平稳波动，很大程度上是经常项目下的资金流入为人民币提供了韧性。但我国国内疫情反弹对出口形成阻碍，而海外疫情防控不断放开有利于供应能力恢复，这将使我国出口增速面临下行压力，对人民币的支撑可能逐步走弱。在这种情况下，随着中美长端利率倒挂，短端政策利率的利差也将快速收窄，资金外流或将令人民币贬值压力抬升，从而对央行宽货币构成制约。本次央行答记者问时表示“密切关注主要发达经济体货币政策调整，兼顾内外平衡”，体现了央行在这方面的顾虑。从这一角度来看，后续包括降息在内的货币政策继续宽松的概率下降。

另一种可能性是，央行宽松力度较弱是因为大力度宽松的必要性不强。

而必要性不强一方面可能是由于实际经济表现好于预期。3月以来国际地缘冲突和国内疫情对我国的经济运行构成了全方位的压力。3月官方与财新制造业和非制造业PMI均降至荣枯线下方，4月6日国务院常务会议提出国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期。上述因素导致市场对经济形势的预期较为悲观，市场对一季度GDP的一致预期已经降至5%以下。下周一将公布一季度经济数据，届时可以验证是否由于经济韧性较强，数据好于预期，导致央行仅实施弱宽松。在这种情况下，后续降息的概率也有所下降。

必要性不强的另一方面可能是由于目前推动宽信用的主要阻力在于融资需求而不是银行的融资供给，而降准作用更多体现在融资供给端，即通过宽松商业银行资金面，增加银行信用投放能力，因此，大力度降准的必要性不强。但降息通过带动贷款利率下降，能够直接提振企业和居民信贷需求，利好作用更多体现在融资需求端，因此从仅这一角度无法解释为何不降息，需要结合可行性降低的角度共同解释。虽然此次降准降低金融机构资金成本每年约65亿元，通过金融机构传导有助于促进社会综合融资成本降低，但去年7月和12月两次降准各0.5个百分点，共释放长期资金2.2万亿元，效果叠加之下，才推动去年12月1年期LPR利率下调了5bp，对比之下，本次小规模降准要驱动LPR利率下行的难度较大。

股市有风险入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：010-59562524  
传真：010-59562637

综合上述几方面可能性来看，我们认为央行采取弱宽松的考量主要是源于可行性，其次是必要性中的第二点，而必要性第一点，即一季度经济未受到疫情明显冲击，数据好于预期的概率较低。目前后续降息预期还无法完全证伪，市场降息预期将继续存在，但会有所削弱。

由于资本市场已经对降准提前 price in，本次小规模降准靴子落地，降息预期暂时落空，且央行并未给出进一步宽松的指引，最新的政策信号反而暗含了后续进一步宽松的概率下降，因此，如果周末没有进一步的利好政策，下周一市场或将开始反映宽松不及预期的影响。再往后看，一方面是观察货币政策方面是否会出现重要的边际变化信号，另一方面则是重点关注疫情顶和经济底的确认。

**风险提示：**疫情变化超预期，经济基本面变化超预期，货币政策变化超预期



## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

符昉（证券执业证书号：S0640514070001），中航证券首席宏观分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。