



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

降准之后，降息可期

——央行降低存款准备金率点评 202204

日期: 2022年4月16日

分析师: 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师: 陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告:

《美联储加息大幕徐徐拉开》

——2022年03月21日

《目标不低，投资需加速赶上》

——2022年03月08日

《政策积极，总量结构并重》

——2022年02月16日

■ 主要观点

经济受当期疫情影响或超预期

从经济规模比重的角度，此次疫情影响的波及面要大于2020年武汉疫情。我们预计将对当季GDP增长产生-1.5%~-1.0%的影响，因此将2022年1季度中国经济增速预期由6.5下调至5.0-5.5。

中国经济通胀下行趋势不变

我们一直认为，经济低迷时期物价风险主要在于通缩，因此通胀管理的主要方向应在于“防通缩”，上世纪70年代西方经济中出现的2次“滞胀”，是特殊时代背景下的历史特有现象，当前“滞胀”的条件并不具备。

降准将为降息创造条件

此次降准为全面降准基础上，核外叠加优惠措施的降准。大型金融机构存款准备金率的下降，在金融机构本身存在较高拨备和超储水平的情况下，将对货币市场的流动性产生宽松方向的显著影响。货币市场流动性的宽松，将降低货币市场利率，从而为后续公开市场操作中降低利率，创造条件。

降准之后有降息

在结构性货币政策作用下，中国利率水平下降是一种方向性趋势。虽然短期面临大宗商品高位延续和海外通胀上行局面，但世界经济分化格局下，中外宏观调控政策也将呈现分歧化发展倾向。我们原先认为，受当期物价预期影响，“双降”或延后，但在降准带来的货币市场利率下降趋势下，降息也将提速，年中前后或会发生。

■ 风险提示

俄乌冲突扩大化，中国通胀超预期上行，国际金融形势改变，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 事件：央行决定下调金融机构存款准备金率	3
2 事件解析：政策背景和特征意义	3
2.1 经济受当期疫情影响或超预期	3
2.2 中国经济通胀下行趋势不变	4
2.3 中国货币乘数进入平稳期	5
3 事件影响：对经济和市场	6
3.1 降准将为降息创造条件	6
4 事件预测：趋势判断	7
4.1 降准之后有降息	7
5 风险提示：	8

图

图 1 上海、江苏、浙江、武汉的经济规模（GDP 现价，亿元/年度）	3
图 2 中国物价的变化形势（同比，%/月度）	4
图 3 中国基础货币增长持续低于广义货币（月/同比，%）	5
图 4 中国信贷和货币增速（月/同比，%）	6
图 5 中国商业银行的拨备情况（季度，%）	7

表

1 事件：央行决定下调金融机构存款准备金率

为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，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。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.1%。

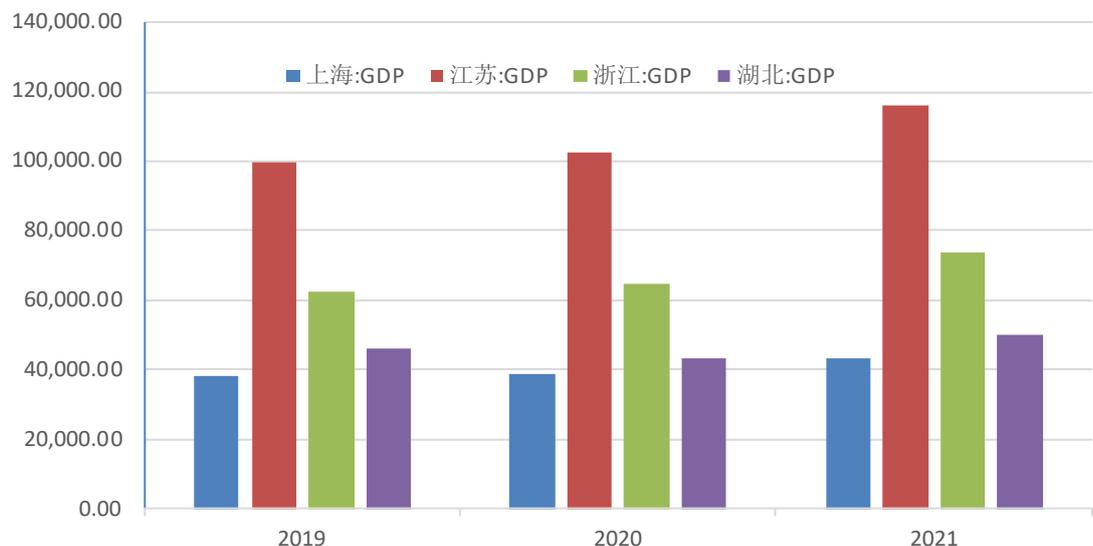
中国人民银行将坚持稳字当头，稳中求进，继续实施稳健的货币政策，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，激发市场活力，支持重点领域和薄弱环节融资，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

2 事件解析：政策背景和特征意义

2.1 经济受当期疫情影响或超预期

我们认为，中国经济在开门红之后遭遇了疫情的“倒春寒”。3 月中旬后，由于新冠病毒变异品种奥秘克隆的强大传染性，本轮疫情涉及上海及周边地区，波及范围广。为实现动态清零，上海于 3 月底实行了全员静态管理政策，长三角地区的经济和社会生活受到很大影响。由于上海及周边省市经济在全国经济版图中的比重较大，当前疫情的影响或超过了 2020 年的武汉疫情。

图 1 上海、江苏、浙江、武汉的经济规模（GDP 现价，亿元/年度）



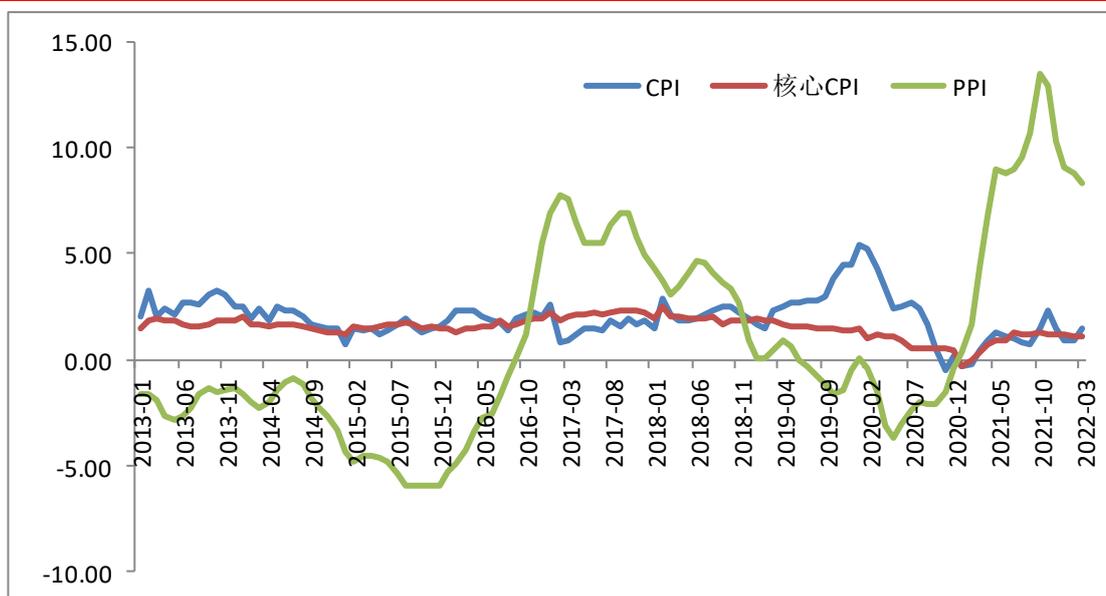
数据来源：Wind，上海证券研究所

可见，从经济规模比重的角度，此次疫情影响的波及经济面要超过2020年武汉疫情。2021年，上海、浙江、江苏三省市占全国经济的比重分别为3.8%、6.4%和10.2%，湖北占比为4.4%。由于上海经济枢纽和长三角龙头的经济地位，此轮疫情的影响或波及整个长三角地区，甚至全国。从当地对疫情的应对和反应来看，就直接影响的角度，此轮疫情直接受到冲击的经济在全国中的占比达20.4%，远超于湖北4.4%的比重。另外，上海、江苏、浙江的经济增速是全国的领先地区，这更加加剧了疫情对当前经济整体运行的冲击。由于应对能力提高，经济平稳运行的局面不会改变，我们预计疫情将对当季GDP增长产生-1.5%~-1.0%的影响，因此将2022年1季度中国经济增速预期由6.5下调至5.0-5.5。

2.2 中国经济通胀下行趋势不变

我们一直认为，经济低迷时期物价风险主要在于通缩，因此通胀管理的主要方向应在于“防通缩”，上世纪70年代西方经济中出现的2次“滞胀”，是特殊时代背景下的历史特有现象，当前“滞胀”的条件并不具备。

图2 中国物价的变化形势（同比，%/月度）



数据来源：Wind，上海证券研究所

首先，从体现经济周期性运行阶段的需求因素看，核心CPI表现稳定，表明中国经济仍然处在2014年后的“底部徘徊”阶段。

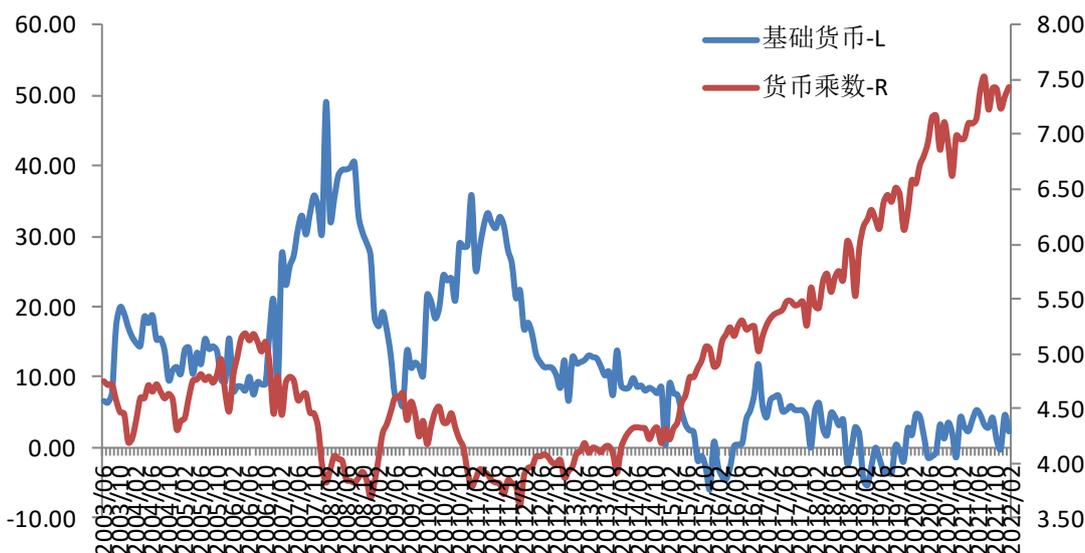
其次，从CPI的角度，关键商品猪肉的价格一直处于底部阶段，受产业供求强粘性的影响，猪肉价格仍将延续目前的低位态势，长期趋势的CPI仍将保持目前的低位状态，甚至下行。

第三，中国工业品价格走势主要体现的是采掘行业价格变化，PPI 构成篮子决定了煤炭和钢铁价格基本上就决定整体工业价格状况，而煤炭价格仍处于物价管理部门指导下的价格下降通道中，钢铁价格受行业大拐点影响，价格回落方向也不变。

2.3 中国货币乘数进入平稳期

我们一直强调，中国当前货币体系的一个基础问题是基础货币增长能力不足。2021 年后中国基础货币增长虽然没有再现前 2 年货币持续萎缩的状态，但增长仍远远落后于广义货币增长。2018 年以来，中国维持货币增长平稳的态势，主要靠提高货币乘数实现。2021 年 H2 后，疫情反复和持续局面影响了市场信心，货币乘数的持续提高进程受到影响；货币内生体系下，市场信心状况是主要的信用扩张影响因素，即微观经营行为主体的风险偏好和扩张偏好，直接影响着货币乘数变动。

图 3 中国基础货币增长持续低于广义货币（月/同比，%）



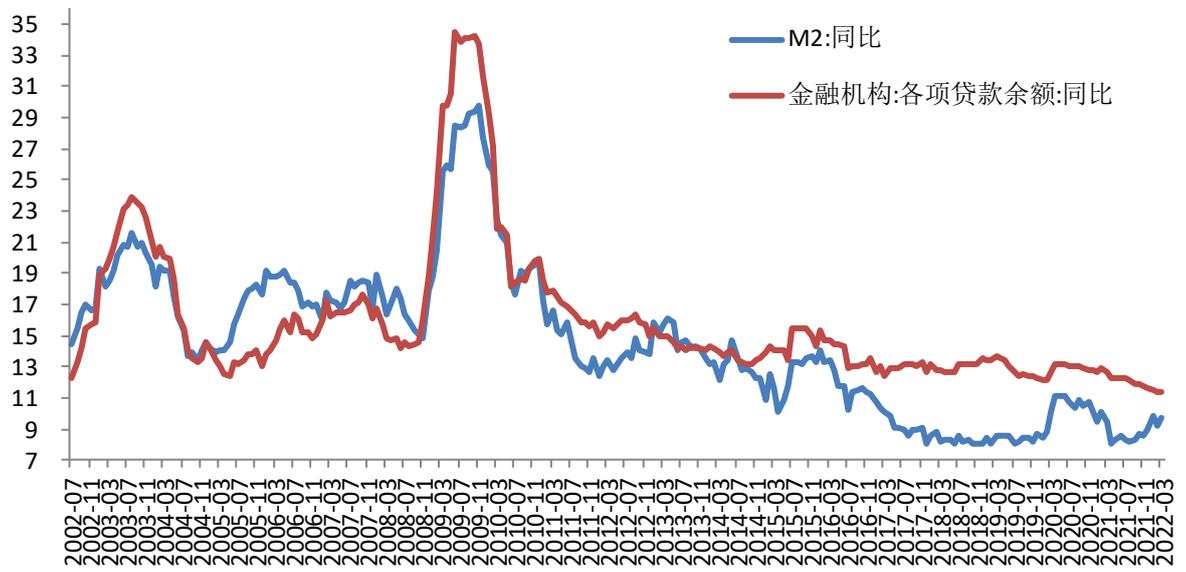
数据来源：Wind，上海证券研究所

2021 年上半年货币乘数的回升，显然是中国经济景气度提高的结果；从进程上看，2020 年下半年起中国货币乘数提高进程就已发生改变，因经济重新进入平稳期而进入平衡期。因此，2021 年 H2 以来中国“降准”的必要性，实际上一直处在积累当中。

2020 年 H2 以来，中国信用创造过程（信贷余额增速）持续处于稳中偏降态势；2022 年前后虽然广义货币增速回升，但信用创造过程放缓态势并没有改变。要维持货币增速的平稳，在货币乘数难以再提高的情况下，就必须扭转信用创造放缓态势。而在货

币内生提下，信用创造过程的变化，将是一个较为缓慢的过程。

图 4 中国信贷和货币增速（月/同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

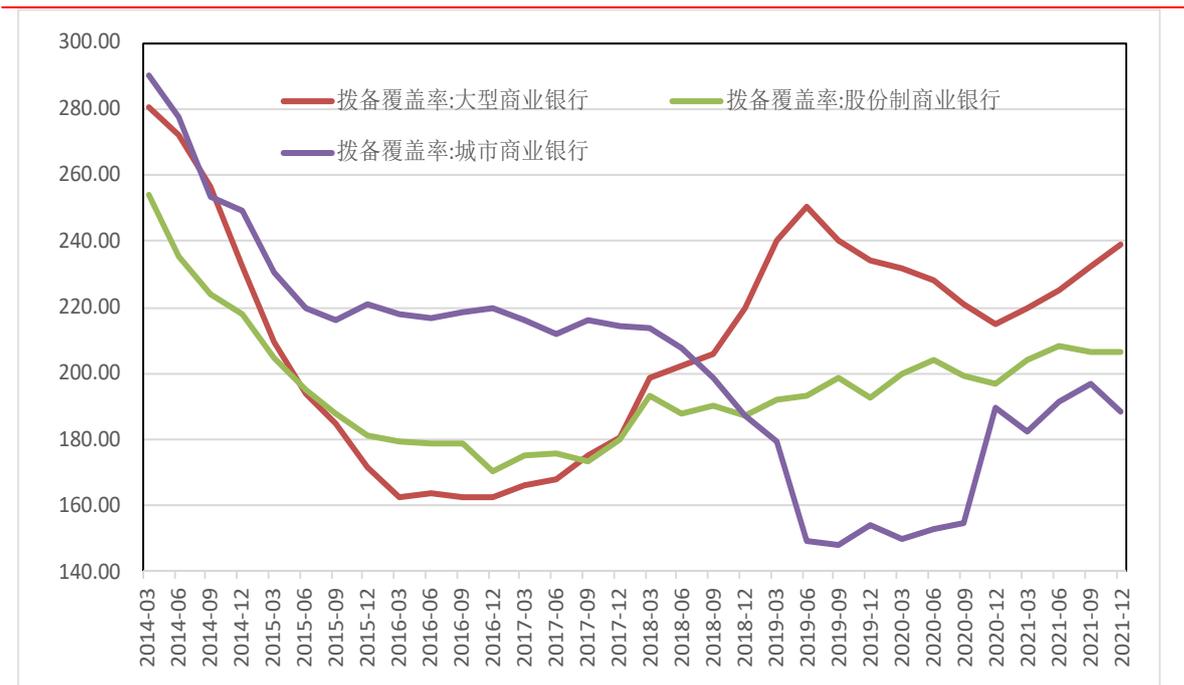
3.1 降准将为降息创造条件

我们一直认为，中国货币政策方面不会跟随西方的收紧政策，适合中国经济发展的宏观调控政策体系框架之核心，是降低融资成本。降成本、调节流动性结构分布，是中国结构性货币政策的主要内容。

此次降准为全面降准基础上，核外叠加优惠措施的降准。大型金融机构存款准备金率的下降，在金融机构本身存在较高拨备和超储水平的情况下，将对货币市场的流动性产生宽松方向的显著影响。4月13日国常会决定，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中小微企业、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。

货币市场流动性的宽松，将降低货币市场利率，从而为后续公开市场操作中降低利率，创造条件。

图 5 中国商业银行的拨备情况（季度，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

4 事件预测：趋势判断

4.1 降准之后有降息

在结构性货币政策作用下，中国利率水平下降是一种方向性趋势。按照我们的货币“二分法”分析框架，当前世界经济和国际金融形势的变化，或推动中国货币进一步朝“便宜”货币和流动性分布调整方向努力。

尽管全球通胀压力上升，海外一些国家已启动升息步伐；但中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳，而难以缺少的选项。由于中国物价构成和海外不同，2022年中国通胀或面临超预期下行局面。

虽然短期面临大宗商品高位延续和海外通胀上行局面，但世界经济分化格局下，中外宏观调控政策也将呈现分歧化发展倾向。我们原先认为，受当期物价预期影响，“双降”或延后，但在降准带来的货币市场利率下降趋势下，降息也将提速，年中前后或会发生。

5 风险提示：

俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变：俄乌冲突已升级为两国之间的战争，西方对俄罗斯实施制裁或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：由于大宗商品价格持续高位，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。