

4月15日降准点评

维持稳健取向，更注重针对性宽信用

2022年4月15日，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。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%。

- **降准时点符合预期，适时呼应市场需求。**本次降准在时间上符合预期，4月13日国常会和4月14日央行新闻发布会都提到近期会用降准等货币政策工具来支持实体经济，因此市场对于降准时间点有充分预期。
- **降准幅度低于预期，注重针对性宽信用。**本次降准的幅度略低于市场预期。我们认为仅下调0.25个百分点是出于两点考虑：第一点，当前流动性已处于合理充裕水平，从资金利率来看，4月2日以来DR007已连续处于2.00%以下，隔夜利率也降至较低水平；第二点，目前货币政策更需要针对性的宽信用，用以支持实体经济的薄弱环节。所以这一次除了普遍下调存款准备金率之外，对于没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，额外多降0.25个百分点，目的就在于加大对中小微和三农的支持力度。此外，4月15日市场利率定价自律机制召开会议，鼓励中小银行的存款利率浮动上限下调10BP左右，目的同样在于直接降低中小银行的负债成本，并通过金融机构的传导，降低社会综合融资成本，与本次降准的目的基本一致。
- **稳健货币政策的取向没有改变，但存在两点约束。**我们认为央行后续仍会实施稳健货币政策，以支持实体经济合理的融资需求。往后看，货币政策操作存在两点约束：第一点，海外以美联储为代表的发达经济体央行货币政策集体收紧。从3月以来，美联储态度非常鹰派，目前预期在5月份会议上将会加息50BP同时缩表，这一操作毫无疑问将对人民币汇率造成一定影响。虽然考虑到我国经济体量较大，央行操作将会保持“以我为主”，但政策错位仍有一定制约。第二点，下半年开始，一方面长期高位的PPI有可能逐渐传导至CPI，另一方面国内食品价格下半年存在上行风险。综合两点考虑，尽管目前CPI偏低，但下半年存在一定通胀压力，可能对央行货币政策操作造成影响。
- **综合来看在当前宏观经济背景下，一方面货币政策已经做了该做的事情，后续货币政策方向还是会更多强调宽信用。另一方面，为了进一步支撑实体经济增长，可能还需要其他政策配合货币政策，才能对实体经济构成更有利的支撑。**
- **后续是否还会降准降息？**我们认为从政策利率来看，考虑到降低实体经济综合融资成本的政策导向，后续仍有降准降息可能性，只是时点上还需等待。本次降准的表述中，央行强调了流动性已经处于合理充裕水平，且降准后金融机构综合存款准备金率达到8.1%，相比之前空间大大收窄。因此下一次降准需要进一步观察，如监测市场流动性是否会发生较大变化。综合来看，考虑到国内经济增长面临的实际情况，虽然面临两大约束，但往后货币政策宽松空间仍然存在。
- **风险提示：经济基本面下行压力加大；流动性超预期收紧；国内新冠疫情影响扩大。**

相关研究报告

《3月通胀点评：国际大宗商品和国内疫情推动通胀超预期》 20220411

《大类资产配置周报(2022.4.10)：“回落”是二季度的关键词》 20220410

《宏观周报：本周国常会释放多方面信息》 20220410

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：宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229353

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

事件：2022年4月15日，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。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%。

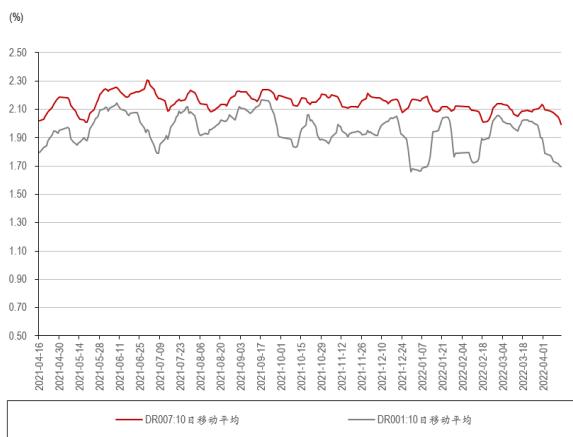
降准时机符合预期，适时呼应市场需求。本次降准在时间上符合预期，4月13日国常会和4月14日央行新闻发布会都提到近期会用降准等货币政策工具来支持实体经济，因此市场对于降准时间点有充分预期。

3月以来国内外局势更为复杂，国内面临疫情对于部分省市经济活动造成的较大冲击，央行需要适时运用货币政策工具支持实体经济薄弱环节，同时美联储货币政策超预期收紧导致中美利差形成倒挂，央行需要采取货币政策操作表明“以我为主”的态度。综合来看，本次降准存在必要性，适时开展更利于巩固市场稳增长信心。

降准幅度低于预期，注重针对性宽信用。但本次降准的幅度略低于市场预期。我们认为仅下调0.25个百分点是出于两点考虑：第一点，当前流动性已处于合理充裕水平，从资金利率来看，4月2日以来DR007已连续处于2.00%以下，隔夜利率也降至较低水平；第二点，目前货币政策更需要针对性的宽信用，用以支持实体经济的薄弱环节，特别是加大对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。所以这一次除了普遍下调存款准备金率之外，对于没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，额外多降0.25个百分点，目的就在于加大对中小微和三农的支持力度。从具体数值上来看，此次降准也降低了金融机构资金成本每年约65亿元，通过金融机构传导可进一步促进降低社会综合融资成本。

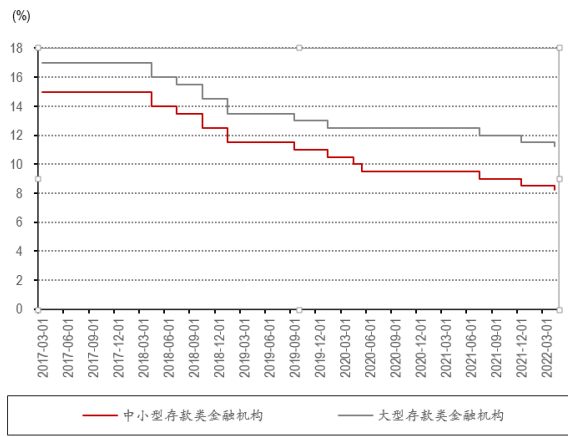
此外，我们认为针对性宽信用也体现在存款利率价格端。据财新报道，4月15日市场利率定价自律机制召开会议，鼓励中小银行的存款利率浮动上限下调10BP左右。这个政策目的在于直接降低中小银行的负债成本，在降低负债成本之后，可以进而降低中小银行的信贷成本，从而通过金融机构的传导，降低社会综合融资成本，与本次降准的目的基本一致。

图表 1. 4月以来资金面较为宽松



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 全面降准空间有限

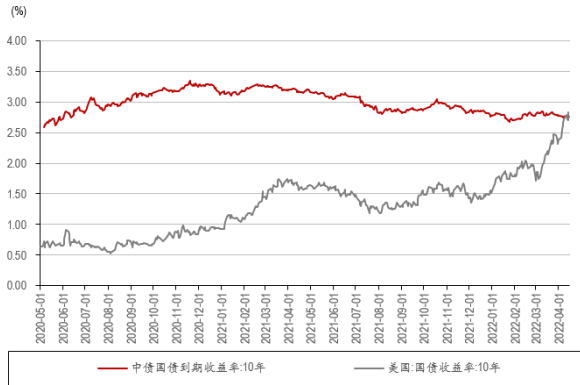


资料来源：万得，中银证券

稳健货币政策的取向没有改变，但存在两点约束。后续我们认为央行后续仍会实施稳健货币政策，以支持实体经济合理的融资需求。往后看，货币政策操作存在两点约束：第一点，海外以美联储为代表的发达经济体央行货币政策集体收紧。从3月以来，美联储态度非常鹰派，目前预期在5月份会议上将会加息50BP同时缩表，这一操作毫无疑问将对人民币汇率造成一定影响。虽然考虑到我国经济体量较大，央行操作将会保持“以我为主”，但政策错位仍有一定制约。第二点，下半年开始，一方面长期高位的PPI有可能逐渐传导至CPI，另一方面国内食品价格下半年存在上行风险。综合两点考虑，尽管目前CPI偏低，但下半年存在一定通胀压力，可能对央行货币政策操作造成影响。

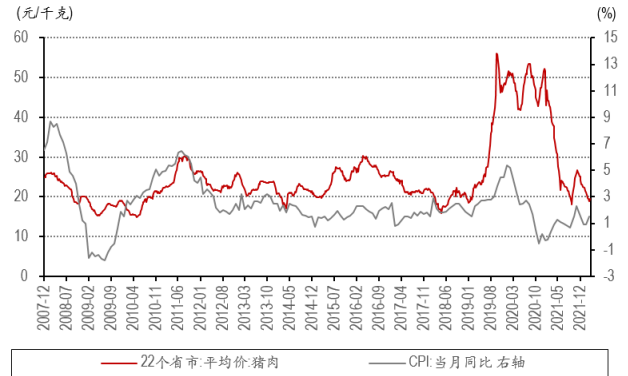
综合来看，我们认为在当前宏观经济背景下，一方面货币政策已经做了该做的事情，后续货币政策方向还是会更多强调调信用。另一方面，为了进一步支撑实体经济增长，可能还需要其他政策配合货币政策，才能对实体经济构成更有利的支撑。

图表 3. 中美利差出现倒挂



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 下半年通胀存在上行风险



资料来源：万得，中银证券

后续是否还会降准降息？

我们认为从政策利率来看，考虑到降低实体经济综合融资成本的政策导向，后续仍有降准降息可能性，只是时点上还需等待。本次降准的表述中，央行强调了流动性已经处于合理充裕水平，且降准后金融机构综合存款准备金率达到 8.1%，离 2003 年最低值 6% 已经不远，相比之前空间大大收窄。因此下一次降准需要进一步观察，如监测市场流动性是否会发生较大变化。综合来看，考虑到国内经济增长面临的实际情况，虽然面临两大约束，但往后货币政策宽松空间仍然存在。

风险提示：经济基本面下行压力加大；流动性超预期收紧；国内新冠疫情影响扩大。

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内容发表。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