

央行弱势降准 通胀和海外成为考量

2022年4月降准

核心内容:

- **全面降准幅度弱于预期** 4月15日央行决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。本次降准幅度低于市场预期的0.5%，其原因央行也表示，当前流动性已处于合理充裕水平。所以降准的主要目的是一是增加金融机构长期稳定资金来源；二是引导金融机构积极运用降准资金支持受疫情严重影响行业和中小微企业；三是通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。
- **央行降准是预防式的** 2021年12月末银行超额存款准备金率达到了2%，银行系统资金较为充裕。央行本次降准更多的是象征性的，可以说是经济形势不好的情况下预先实施的货币宽松。
- **现阶段的经济困难是需求侧为主，央行发挥有限** (1) 央行宽货币宽信用措施逐步实施，1季度全社会信贷已经快速增长。在信贷全面增长的过程中居民的信贷增速不及预期、企业的短期贷款增长速度过快，需求侧较弱。央行降准可以增加银行的信贷资金，主要重点针对供给侧，对于需求侧的影响需要其他政策配合；(2) 3月份开始的经济困难也与新冠疫情防控加大加强有关。对于经济的实际影响仍然处于评估中，这种供给侧的阻断不是资金短缺带来的，所以这种对经济的冲击需要未来的货币政策和财政政策一起给与支持。央行降准更多的是提前的反应。
- **未来的货币政策走向考虑:** (1) 通胀预期上行，央行仍在观察；(2) 海外货币政策收紧。全球金融收紧的过程中我国进行逆周期调节，这种情况下货币政策效果并不一定很好，汇率可能承压。(3) 外汇储备仍然较为稳定，但银行代客理财顺差程度持续下滑，需要流出一定的货币空间。
- **央行其他货币政策** (1) 降低大行银行拨备率。商业银行释放已经计提的拨备准备，侧面增加了银行资金，是逆周期的一种工具。(2) 可能鼓励中小银行存款利率浮动上下下调。
- **央行货币政策现阶段仍然处于谨慎，需要更多的经济评估** 央行总体仍然保持货币政策的平稳和货币市场的充裕，央行的货币政策工具倾向于结构性的调整，全面降准未来仍然可能到来，更可能是汇率等发生变动后的调整，而利率的下调也可能是隐蔽的和结构性的，利率的全面下调可能要等待下半年。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

目录

一、全面降准力度弱于预期	3
二、央行的降准是预防式的	4
(一) 降准是预备措施	4
(二) 现阶段的经济困难是需求侧为主	4
三、未来的货币政策走向	5
(一) 密切观察通胀	5
(二) 内外货币政策差别的影响	5
(三) 央行其他货币政策	6
(四) 央行货币政策现阶段仍然处于谨慎	7

一、全面降准力度弱于预期

2022年4月15日央行决定于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)。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,加大对小微企业和“三农”的支持力度。

政策层早在4月13日召开的国务院常务会议上就明确表示,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率,适时运用降准等货币政策工具,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、个体工商户支持力度,向实体经济合理让利,降低综合融资成本。

本次降准幅度低于市场预期的0.5%,其原因央行也表示,当前流动性已处于合理充裕水平。所以降准的主要目的是一是增加金融机构长期稳定资金来源;二是引导金融机构积极运用降准资金支持受疫情严重影响行业和中小微企业;三是通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。

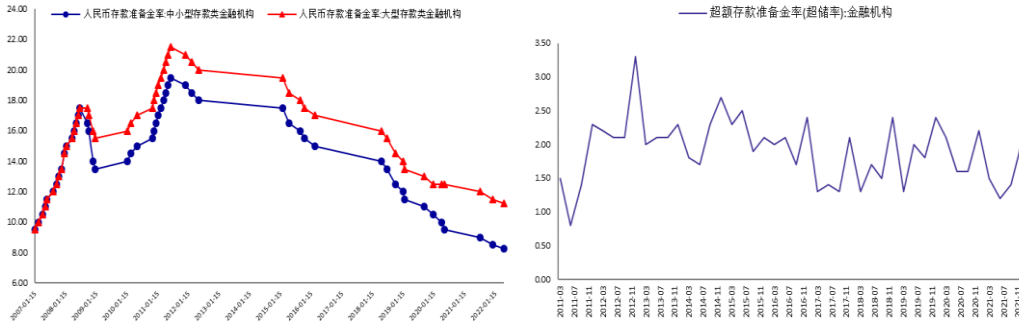
表 1: 央行历次降准

日期	内容	影响	目标	
2020/1/1	2019年12月23日,李克强总理视察成都银行,表示 将进一步研究降准和定向降准 、再贷款和再贴现等多种举措	全面降准 : 2020年1月6日下调金融机构存款准备金率 0.5个百分点 (不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)	释放 长期资金8000多亿元 , 中小银行 获得长期资金 1200多亿元 , 降低 银行资金 成本 每年约 150亿元	增加金融机构支持实体经济的稳定资金来源,降低社会和实体经济融资实际成本,特别是降低小微、民营企业融资成本
2020/3/13	2020年3月10日国常会提出“ 抓紧出台普惠定向降准措施 ”,并额外加大对股份银行的降准力度”	定向降准 : 2020年3月16日对达到考核标准的银行 定向降准0.5至1个百分点 。除此之外,对符合条件的 股份制商业银行再额外定向降准1个百分点	释放 长期资金5500亿元	支持实体经济恢复发展,为高质量发展 and 供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境
2020/4/3	2020年3月31日,国常会提出“ 进一步实施对中小银行的定向降准 ,引导中小银行将获得的全部资金,以优惠利率向量大面广的中小微企业提供贷款”	定向降准 : 2020年4月15日和5月15日对农村金融机构和仅在省级行政区域内经营的城商行定向降准,分 两次实施到位,每次下调0.5个百分点 。超额存款准备金率从0.72%下调到0.35%。	释放 长期资金约4000亿元	支持实体经济恢复发展,为高质量发展 and 供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境
2021/7/9	2021年7月7日国常会决定,针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响...保持货币政策稳定性、增强有效性, 适时运用降准等货币政策工具	全面降准 : 2021年7月15日下调金融机构存款准备金率 0.5个百分点 (不含已执行5%存款准备金率的金融机构)	释放 长期资金约1万亿元	有效提升金融服务能力,更好支持实体经济,进一步增强经济活力
2021/12/6	2021年12月3日国务院总理李克强在中南海紫光阁视频会见国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃时表示,中国将继续统筹疫情防控和经济社会发展...适时降准,加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度。	全面降准 : 2021年12月15日下调金融机构存款准备金率 0.5个百分点 (不含已执行5%存款准备金率的金融机构)。	释放 长期资金约1.2万亿元 , 降低 金融机构 资金成本 每年约 150亿元	做好今明年宏观政策衔接,支持中小企业、绿色发展、科技创新,为高质量发展 and 供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境
2022/4/15	2022年4月13日国常会提出鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备率,适时运用降准等货币政策工具,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、个体工商户支持力度,向实体经济合理让利,降低综合融资成本。	全面降准 : 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)。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,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%。	释放 长期资金约5300亿元 , 降低 金融机构 资金成本 每年约 65亿元	(1) 增加金融机构长期稳定资金来源,增强金融机构资金配置能力; (2) 引导金融机构积极运用降准资金支持受疫情严重影响行业和中小微企业; (3) 通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。

资料来源: 央行, 中国银河证券研究院整理

图 1: 存款准备金率 (%)

图 2: 超额存款准备金率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、央行的降准是预防式的

(一) 降准是预备措施

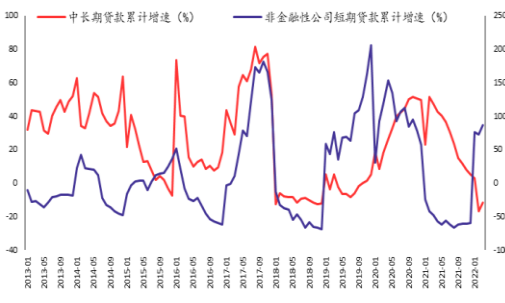
2021年12月末银行超额存款准备金率达到了2%，银行系统资金较为充裕。而从同业拆借利率来看，商业银行的资金也较为稳定，7天同业拆借利率资金利率稳定在2.1%的水平上。央行本次降准更多的是象征性的，可以说是经济形势不好的情况下预先实施的货币宽松。

(二) 现阶段的经济困难是需求侧为主

自2021年4季度开始，央行宽货币宽信用措施就开始逐步实施。央行在4季度连续进行了降准降息的，2022年1季度全社会信贷已经快速增长。在信贷全面增长的过程中出现了两个变化：(1)居民的信贷增速不及预期；(2)企业的短期贷款增长速度过快。这种信贷的结构方式主要是：(1)居民资产负债表的不足；(2)企业对未来的信心存疑以及中小企业获得信贷难度仍然较大。在这方面，央行降准可以增加银行的信贷资金，有助于降低商业银行信贷成本，也就是说，央行的货币政策（降准降息）主要重点针对供给侧，对于需求侧的影响需要其他政策配合。

图3: 居民长期贷款增速 (%)

图4: 企业长短期贷款增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

另外一个方面，3月份开始的经济困难也与新冠疫情防控加大加强有关。对于经济的实际影响仍然处于评估中，这种供给侧的阻断不是资金短缺带来的，所以这种对经济的冲击需要未来的货币政策和财政政策一起给与支持。央行降准更多的是提前的反应。

三、未来的货币政策走向

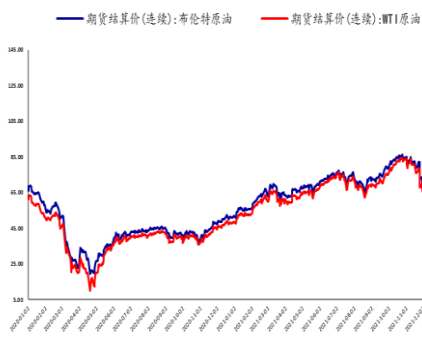
(一) 密切观察通胀

央行在降准中提及未来的政策走向更多的考虑到的（1）通胀的走势；（2）海外央行的走势。

这种表态可以看到央行对于3季度之前的货币政策较少考虑到经济增长的影响，也就是经济增长未来更多的是依靠财政政策和结构性的政策为主。而央行重点关注的的两个问题均需要货币政策更加谨慎。

从通胀来讲，现阶段通胀仍然是供给侧的。供给侧通胀向需求侧转移的过程并不顺畅，但是这种转移也没有停止。央行在密切关注我国通胀的变化，3月份通胀回到1.5%，并且未来通胀预期在2%以上。虽然现阶段核心通胀水平仍然较为平稳，但持续的原材料价格上行以及人力成本上行最终会加大通胀的上行力度。这种同样预期上行下的货币宽松，央行表现整体偏谨慎。

图5：原油期货价格变动（美元/桶）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图6：煤炭价格变动（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 内外货币政策差别的影响

虽然央行强调货币政策“以我为主”，但是在全球金融收紧的过程中我国进行逆周期调节，这种情况下货币政策效果并不一定很好。

美联储在上一轮收紧周期中，我国货币政策提前反应，持续的降息效果并不好。之后我国放开了汇率管制，人民币汇率开始大幅贬值，存款准备金率持续下滑。

现阶段我国通胀水平预期上行，而汇率处于低位，这种情况下，货币政策施行都较为谨慎。2015年证明持续的利率下行对冲美联储加息很可能带来汇率的持续走低，而在美联储缩表过程中，我国7天逆回购利率也同步上行。本轮美联储加息和缩表的速度更快，货币政策相应的需要更多考虑。

图 7：利率、汇率和通胀 (%)

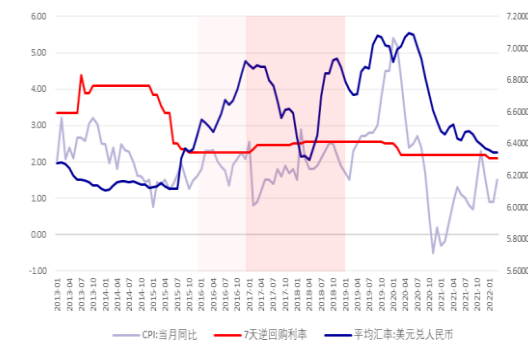


图 8：存款准备金率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从外汇储备上来看，现阶段仍然较为稳定，但是银行代客理财顺差程度持续下滑。银行代客理财显示了居民和企业的换汇情况，在对外支出减少的情况下，银行代客理财顺差回落意味着未来逐步开放后，外汇储备的变化。而我国存款准备金需要为未来外储变化预留出空间，存款准备金率的空间也较为有限。也即是 5000 亿美元的外汇变化需要对应 6 次左右的存款准备金率变化（每次 25bps，共 150bps）的。

图 9：外汇储备 (亿美元)

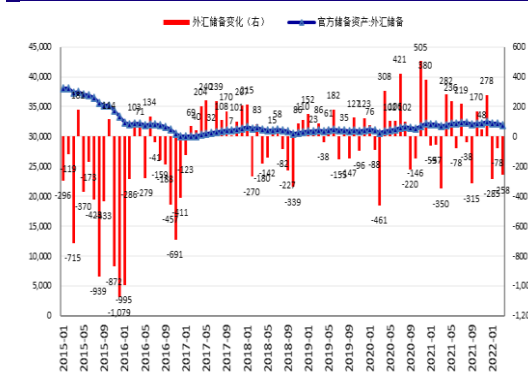
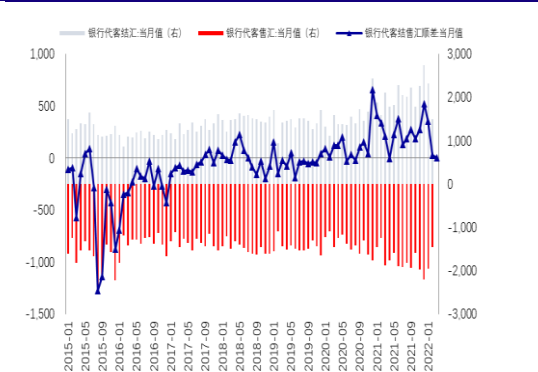


图 10：银行代客结售汇 (亿美元)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(三) 央行其他货币政策

央行货币政策调整采用多种方式加大商业银行的实用资金。4月15日，国常会同样提出鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备率。我国大型银行的拨备准备金率普遍在 120%-150%之间，有序降低拨备率会使得银行有更多的资金。商业银行一般会通过以下几个路径来降低拨备覆盖率：

1、减少当期拨备计提，以释放出当期更多利润，扩大商业银行利润空间，提升商业银行资本补充能力，有效支撑信贷投放。

2、适度放松对不良的容忍度和认定约束，减少不必要的计提。

3、释放出已计提的拨备，用于不良资产的核销、腾挪出信贷投放空间。

未来央行可能鼓励中小银行存款利率浮动上限下调 10 个基点(BP)左右，这也是降低银行成本的方式。

(四) 央行货币政策现阶段仍然处于谨慎

央行总体仍然保持货币政策的平稳和货币市场的充裕，央行的货币政策工具倾向于结构性的调整，全面降准未来仍然可能到来，更可能是汇率等发生变动后的调整，而利率的下调也可能是隐蔽的和结构性的，利率的全面下调可能要等待下半年。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn