

## 总量克制，精准发力

### ——2022 年 4 月 15 日全面降准点评

2022 年 4 月 15 日，央行宣布决定于 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）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 8.1%。

#### 一、实质：兼顾内外平衡的克制降准

此次降准是“三重压力”叠加局部疫情爆发带来的经济下行压力下货币政策“稳增长”最新举措，也是对 4 月 13 日国常会精神的迅速贯彻。在疫情等“超出预期”的突发因素影响下，3 月 29 日国常会仍强调“咬定目标不放松”，宏观政策因此将进一步加大对实体经济的支持力度。3 月我国制造业与非制造业 PMI 均由扩张区间跌落至收缩区间，特别是消费性服务业大幅下降 11.7 个百分点；出口景气度延续去年四季度以来的下行趋势，新出口订单指数收缩加剧。2 月我国城镇调查失业率已从去年 10 月的 4.9% 升至 5.5% 的今年政府工作目标上限，“保就业”任务艰巨。不过，此次 25bp 的调降幅度低于市场预期，较为“克制”，主要有两方面原因：

一是当前资金面并非制约“宽信用”的主要约束。央行在答记者问中强调“当前流动性已处于合理水平”，近期央行已显著加大流动性投放，包括上缴结存利润 1 万亿、今年 MLF 净投放 4,000 亿以及去年底降准释放资金 1.2 万亿（净投放 7,500 亿）等。从价格观察，DR007 近 10 日均值下降至 1.84%，显著低于 2.10% 的 7 天逆回购利率。当前“宽信用”的堵点更多在于疫情持续爆发和房地产低迷带来的低预期和低需求，需要包括财政、地产和防疫等领域综合施策，统筹推进。

二是央行需兼顾“内外平衡”。在海外主要央行快速收紧货币政策的背景下，小幅降准意味着货币政策既“主动应对”了经济下行压力，也兼顾了其“外部均衡”目标。当前，美联储已经完成首次加息，且大

概率将在 5 月议息会议后再度加息 50bp 并开启缩表，中美 10 年利差一度倒挂。为兼顾汇率在合理均衡水平上的基本稳定和国际收支平衡，央行选择维持信号意义更强的政策利率不变，通过小幅降准引导金融机构加大对实体经济支持力度，也指向近期降低 OMO 和 MLF 等政策利率的可能性边际下降。

除降准外，近期密集出台的一系列货币政策工具表明，在面临外部紧约束的情况下，相较运用总量性工具“宽货币”，央行更偏好通过结构性货币政策“宽信用”支持实体经济，商业银行将成为重要的传导枢纽。一是鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备率，一方面为大型银行释放更多可用资金，另一方面为提高其风险偏好提供激励，避免在经济下行期出现“惜贷”。二是市场利率定价自律机制鼓励中小银行将存款利率浮动上限下调 10bp 左右，有助于降低商业银行的资金成本让利实体经济。三是央行设立科技创新再贷款和普惠养老再贷款等结构性工具，并加大对物流和产业链供应链的金融支持，定向支持经济中的重点领域和薄弱环节。

## 二、影响：激励金融机构为实体经济“降成本”

降准的政策传导逻辑是通过增加金融机构长期稳定资金来源，保持市场资金价格合理波动的方式改善融资结构和成本，引导金融机构在量和价两方面加大对受疫情严重影响行业和中小微企业的支持力度。

一方面，此次降准释放长期资金约 5,300 亿元，降低金融机构资金成本每年约 65 亿元。同时，此次降准预计将带动国股行 1 年期同业存单发行利率阶段性下行。目前，全市场同业存单存量规模已超 14 万亿元，新发同业存单置换存量相对高利率水平同业存单，将有效降低商业银行的融资成本。

另一方面，此次降准是央行坚持稳字当头，稳中求进，继续实施稳健的货币政策的具体表现。小幅降准释放资金既能够有效对冲 4 月中下旬集中缴税带来的流动性缺口，也可避免大水漫灌，同业资金杠杆率

攀升，有助于保持市场利率围绕政策利率波动。

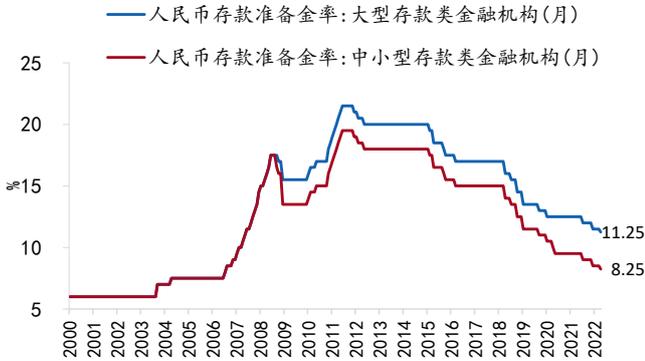
### 三、前瞻：“宽信用”在路上

前瞻地看，我国“宽信用”当前仍处于初期阶段，后续仍需包括财政在内各类政策多措并举，统筹发力“稳增长”。3月信用总量的扩张主要源自政策的托举，而非需求及预期的改善。在供给约束改善的前提下，逆周期政策仍将着力改善需求。财政政策方面，近期财政支出大幅提速，有望进一步助推“宽信用”。货币政策方面，本次降准叠加优化存款利率、释放拨备资金等举措或有引导银行压降 LPR 加点之意，以不进行 MLF 降息的方式降低实体经济的融资成本。本月 20 日将是观察 LPR 利率调降的窗口。

**(评论员：谭卓 蔡玲玲 田地 刁惜今)**

图 1: 本次存款准备金率下调 0.25pct

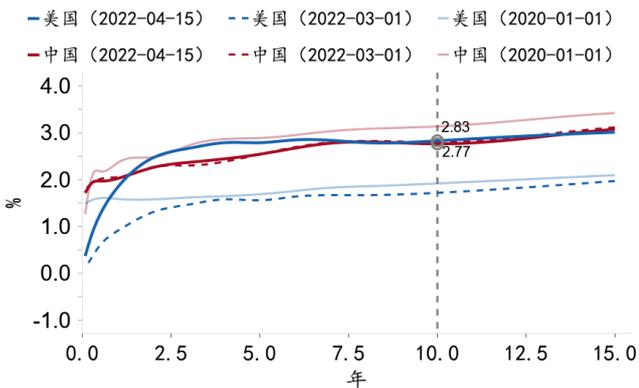
我国的法定存款准备金率情况



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 3: 中美收益率曲线局部倒挂

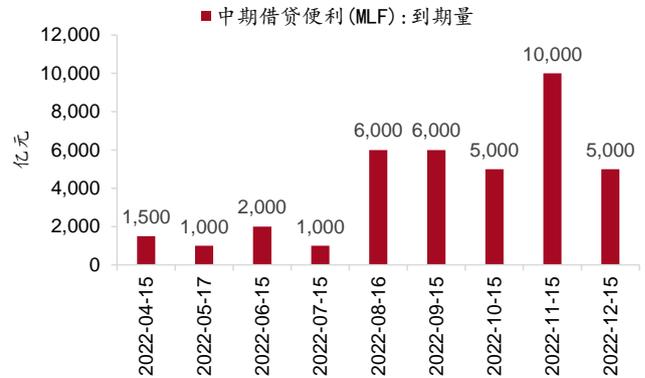
中美国债收益率曲线



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 今年 5-12 月合计将有 3.6 万亿 MLF 到期

MLF到期时点



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 4: 人民币汇率仍较为稳定

中美利差与人民币汇率



资料来源: Macrobond、招商银行研究院