



货币宽松的三大约束



2022 年 4 月 15 日，市场期待已久的“货币宽松”终于落地，但均弱于预期：

(1) 没有 OMO、MLF 降息，政策利率下调预期连续三个月落空；

(2) 利率自律机制鼓励中小银行将存款利率加点上限下调 10 个基点，既没有调整存款基准利率，也没有强制性要求，而且只针对中小银行，幅度也仅为 10bp。

事实上，小银行存款占全部存款比重约为 35%，小银行中，高于新上限的不到 20%，即不到 7% 的存款受到影响，对整体负债降低贡献不到 1bp。

(3) 降准落地，但幅度仅为 0.25%，为 1985 年以来首次，之前降准幅度最小为 0.5%。

此次在降准后的答记者问中，没有“此次降准是否意味着稳健货币政策取向发生改变”的提问，有观点认为，这表明“央行取向已经发生变化”，我们认为并非如此。回顾历次降准后的答记者问，每次均只有三个问题，此次新增了第三个更重要的问题“此次降准后有什么综合考虑”，因此由于篇幅原因，删掉了之前的“此次降准是否意味着稳健货币政策取向发生改变？”尽管这个问题没有提问，但央行也已经做出明确回答。在第三个回答的第一句，央行明确表示“人民银行将继续实施稳健货币政策”，这表明稳健货币政策取向没有改变。

约束一：汇率约束

央行在降准答记者问中表示，“密切关注主要发达经济体货币政策调整，兼顾内外平衡”，表明中国央行难以完全无视美联储等全球央行的加息、紧缩。

正如我们之前提出的，在全球加息潮中，中国可以“独善其身”（不跟随加息），但是“逆水行舟”（逆势降息）的必要性并不大。

回顾 2015 年“8.11”汇改的经验，汇率大幅贬值可能导致资本市场的异常波动，在稳定资本市场的大背景下不应冒不必要的风险。

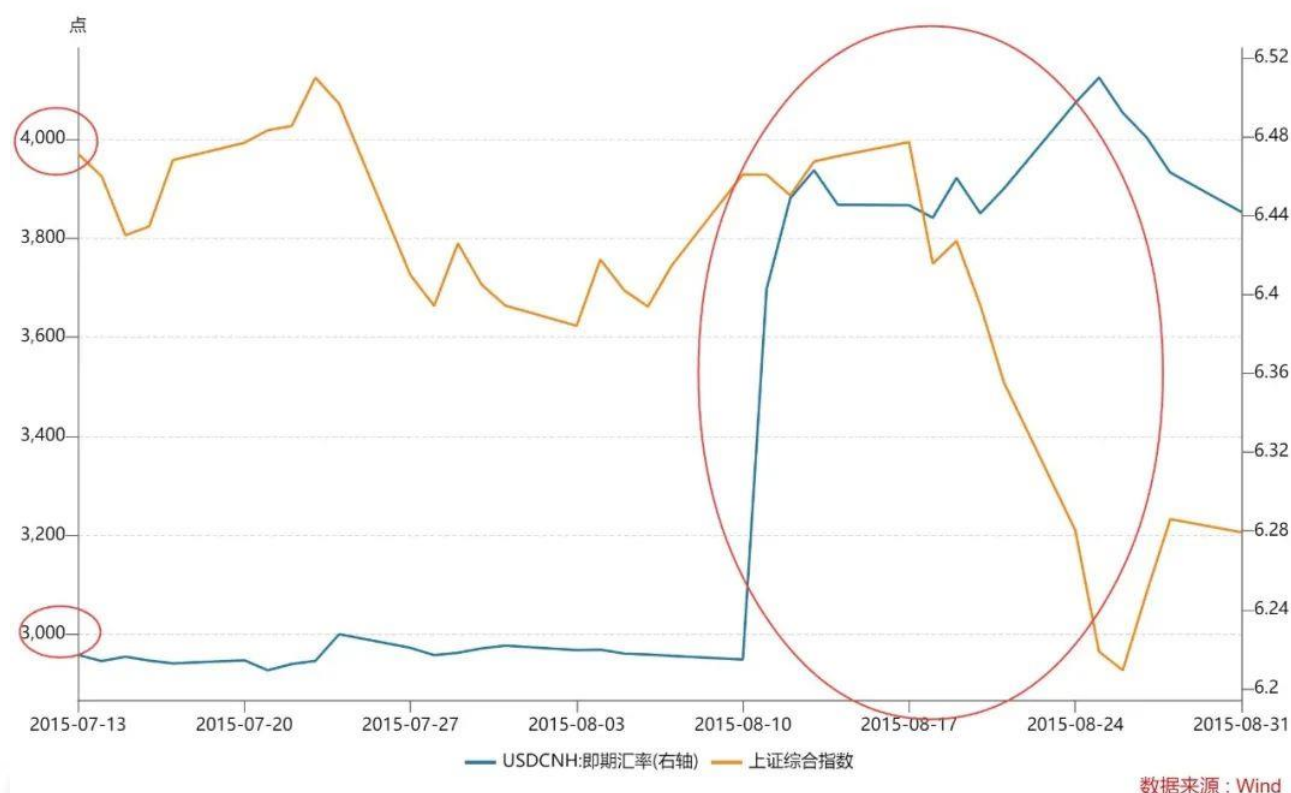


图 1：2015 年 8 月，人民币汇率贬值，股市大跌

此次货币政策组合拳绕开了政策利率，避免外部矛盾，减少对金融市场的影响，更注重直达实体，有助于实现内外平衡。

约束二：通胀约束

央行在答记者问中表示“密切关注物价走势变化”，这是央行首次在降准答记者问中，明确表示关注物价或者通胀问题。

一个非常基本的理解是，关注通胀与降准本身的宽松信号意义是相悖的。

我们认为，央行可能会以美联储为鉴。美联储 2021 年无视通胀，称其为“暂时的”，导致 2022 年不得不大幅加息。

尽管中国当前 CPI 并不高，但是 PPI 持续处于高位，已经超出 2021 年的预期，全球通胀持续处于高位，之后还面临猪肉价格、稳增长提振需求等潜在通胀压力，对物价和通胀未雨绸缪是必要的。

约束三：货币政策空间有限约束

2022 年的 GDP 目标设定为 5.5% 左右，考虑中国潜在增速较疫情前下行之后，我们当前的政策利率也并不算高，下降空间已经非常有限。

由于中国有降低实体经济融资成本的要求，因此中国政策利率“易下难上”，这导致利率应当与潜在经济增速匹配，而不宜过度降息（如果政策利率短期内大幅下降到低于潜在经济增速对应的水平，后续面临难以退出的问题）。

降准空间也是类似的逻辑，5% 以上的准备金率应当是现阶段底线，因

此国内货币政策有空间但非常有限。

近期货币宽松主要针对疫情的冲击作用，但潜在经济增速并未下行，采用大幅宽松或者降低政策利率等难以退出的手段并非最佳选择。

4 月政策利率降息（政策利率是 OMO、MLF。LPR 并非政策利率）落空，是否能期待 5 月？我们认为很难。

4 月美联储不加息，且是上海疫情高峰，是最佳的货币宽松窗口期。

从 2020 年疫情来看，货币宽松不会等到疫情结束才发力，而是在疫情高峰的 2020 年 2-3 月发力。

2022 年 4 月政策利率都没有下调，那么表明三大约束的制约非常强，5 月外部约束比 4 月要大得多，因此 5 月政策利率降息难度更大。

近期流动性过量充裕，是导致债市特别是短端偏强的重要原因，但我们认为后期流动性可能收敛。

此次降准执行日为 25 日，在缴税高峰之后，回顾 2018 年 4 月 17 日

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40519

