

货币尚处蓄力期

2022年4月央行降准及MLF操作点评

● 核心结论

4月15日人行开展1500亿元中期借贷便利（MLF）操作，中标利率维持在2.85%，维持不变。同日，央行宣布降准25BP。我们点评如下：

一、MLF按兵不动，降准幅度不及惯例，政策仍处于蓄力期。

随着3月上海等地疫情的发酵，疫情对于经济的冲击正在加剧。特别是在3月16日金稳会会议后，市场参与者对于货币政策发力期待较高。近期两次国务院常务会议已明确下一步的货币政策方向：**1、通过降准等工具，降低商业银行成本，引导LPR下行，推动商业银行让利实体经济；2、通过结构性货币政策工具的使用，直接增加新增信贷规模。**

在此背景下，市场对于今日央行的货币政策操作有所期待。维持MLF利率不变及降准0.25%的政策决策都在一定程度上低于市场预期，但我们认为其符合目前的宏观环境。稳增长政策目前仍处于蓄力阶段，发力或需等国内疫情进一步明朗以及美联储加息缩表等外部约束更为清晰后。

二、存款利率自律机制有望继续释放红利，单独下调LPR成为可能。

近期，人民银行曾强调要稳定银行负债成本，优化存款利率自律上限的方式可以作为政策工具使用。去年人民银行曾指导市场利率定价自律机制改革，将存款利率自律上限由存款基准利率浮动倍数改为加点确定。改革后，中小行存款成本基本有所下行。假设对中小银行的存款利率自律上限下调10BP，综合来看，其对于中小银行负债成本下行的推动程度跟去年类似。结合降准操作帮助银行节约的成本，我们认为引导LPR利率单独下调将成为央行的货币政策选项之一。

三、我们也顺便谈一下对一季度金融数据发布会的理解。

一季度信贷数据“总量高，结构不佳”是一部分市场参与者的共识。根据央行发布会的解读，可以看到制造业、工业及出口相关行业中长期贷款增速较快，这意味着拖累企业中长期贷款的部门主要是建筑业、房地产开发、农业及服务行业中非基建部分。此外，央行提供了新设立的科技创新再贷款及普惠养老再贷款工具的细节。二者目前设定总规模合计2400亿元，叠加已明确增加的支小支农再贷款额度和使用量超出预期的碳减排支持工具，结构性货币政策工具将带来的信贷增量有望达到8000亿元。总的来看，有理由对信贷保持乐观，但疫情冲击结束前或仍以结构性工具为主。

四、就A股而言，我们坚持政策底已现，5-6月迎经济底，但市场底或需等到美联储缩表冲击结束；短期内债券性价比略高。

风险提示：经济基本面变化超预期；货币政策超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

联系人



陈宇



18910965322



chenyu@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

一、MLF 按兵不动，降准幅度不及惯例，政策仍处于蓄力期.....	3
二、存款利率自律机制有望继续释放红利.....	4
三、一季度金融数据发布会讲了哪些值得关注的内容？	5
四、风险提示	7

图表目录

图 1：存款准备金率（%）	3
图 2：MLF 利率（%）	3
图 3：信贷数据拆解季节图	6
表 1：2021 年 6 月存款自律机制改革前后对比	4
表 2：部分商业银行客户存款成本变化.....	5
表 3：中小银行存款利率自律上限对比（%）	5
表 4：各类结构性货币政策工具总结	7

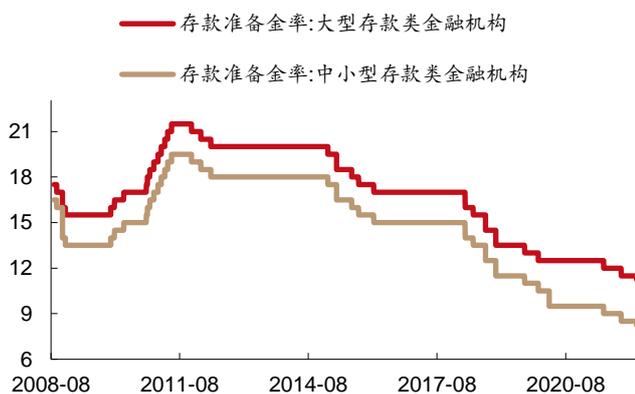
为维护银行体系流动性合理充裕，2022年4月15日人民银行开展1500亿元中期借贷便利（MLF）操作。中期借贷便利（MLF）操作中标利率维持在2.85%，维持不变。同日，人民银行宣布为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，降准0.25%。为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在降准0.25%的基础上，再额外多降0.25%。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%。

一、MLF按兵不动，降准幅度不及惯例，政策仍处于蓄力期

随着3月上海等地疫情的发酵，疫情对于经济的冲击正在加剧。在3月16日国务院金融稳定发展委员会的专题会议后，市场参与者对于货币政策发力期待较高。从近期两次国务院常务会议中也可以得到关于货币政策落地顺序的信息。其中，根据4月6日的会议精神，结构性货币政策工具会继续发力：除增加支农支小再贷款额度外，科技创新和普惠养老两项专项再贷款的设立也进一步明确了结构性货币政策工具在当下的重要性；4月13日的会议则明确了“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。”

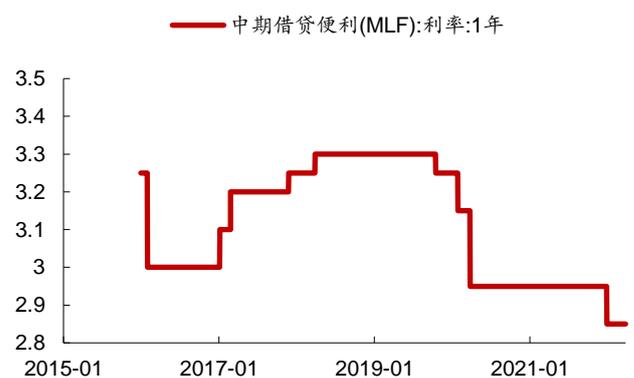
在此背景下，市场对于今日央行的货币政策操作有所期待。维持MLF利率不变及降准0.25%的政策决策都在一定程度上低于市场预期，但我们认为其符合目前的宏观环境。稳增长政策目前仍处于蓄力阶段，发力或需等国内疫情进一步明朗以及美联储加息缩表等外部约束更为清晰后。

图1：存款准备金率（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：MLF利率（%）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

值得注意的是，本次25BP幅度的降准低于央行在之前降准操作中50BP的惯例。在公告中，央行明确表示当前流动性已处于合理充裕水平，这与我们之前前期的判断一致。整个银行间市场的流动性水平并没有对银行的信用创造形成约束。本次降准的政策目的跟2021年的两次降准类似，都是为了优化金融机构资金结构及降低金融机构成本，通过金融机构让利实体经济的方式，降低全社会的融资成本。

在2月以来珠三角及长三角等重要经济带先后暴发疫情，不仅消费将再度受到掣肘，对基建、地产施工也会带来一定的负面影响。此外，海外俄乌冲突、美联储加息、缩表在即或

对国内政策形成干扰。我们认为当前时点仍不是稳增长政策发力性价比最高的阶段。当然，政策需要在当前时点表达宽松的立场，所以我们看到了降准操作的迅速落地。随着降准落地，商业银行的一部分成本压力有望得到缓解，再加上其他可以帮助商业银行稳定负债成本的操作（包括存款利率自律机制调整），使得商业银行有能力进一步让利实体经济。在此基础上，我们可以期待央行在近期引导 LPR 报价利率的下降。此外，一季度房地产销售未明显回暖有一部分原因是房贷利率过高。参照历史的情况可以看到，个人住房贷款的平均利率绝大多数情况下是低于一般贷款利率的，但由于 2021 年对于房地产的监管政策，个人住房贷款的利率在年末已高出一般贷款利率 50BP。根据央行介绍“全国已经有一百多个城市的银行根据市场变化和自身经营情况，自主下调了房贷利率，平均幅度在 20 个到 60 个基点不等。”我们倾向于本轮疫情反弹或进一步促进改善型住房需求，一旦各地疫情降温，地产销售回暖概率并不低。若有更多地产放松政策落地，则需求端改善会更为显著。

二、存款利率自律机制有望继续释放红利

为了对金融机构利率定价行为进行自律管理，人民银行于 2013 年指导建立了利率自律机制。在 2015 年放开存款利率管制后，利率自律机制通过行业自律协商约定存款利率上限，意图约束个别银行的高息揽存行为。2021 年 6 月 21 日，人民银行曾指导市场利率定价自律机制改革，将存款利率自律上限由存款基准利率浮动倍数改为加点确定。

表 1：2021 年 6 月存款自律机制改革前后对比

存款期限			活期	三个月	半年	一年	两年	三年	五年
存款基准利率			0.35	1.1	1.3	1.5	2.1	2.75	—
存款利率利率上限	优化前 (浮动倍数)	国有大行 (1.4 倍)	0.49	1.54	1.82	2.1	2.94	3.85	—
		其他银行 (1.5 倍)	0.53	1.65	1.95	2.25	3.15	4.13	—
	优化后 (加点确定)	国有银行 (加 50 基点)	0.45	1.6	1.8	2	2.6	3.25	—
		其他银行 (加 75 基点)	0.55	1.85	2.05	2.25	2.85	3.5	—

资料来源：人民银行，西部证券研发中心

根据 2021 年第三季度货币政策执行报告，央行对存款利率自律机制的改革成果有过说明：“实施一段时间以来，优化存款利率自律上限成效显著，存款市场竞争更加有序，长期存款利率明显下行，定期存款期限结构有所优化，存款在银行之间的分布保持基本稳定，有利于稳定银行负债成本。”通过银行上市公司年报，我们发现在去年存款利率自律机制改革后，中小行存款成本基本有所下行，而四大行由于其自身强大的吸储能力，使得存款利率自律上限的下调对于它们的存款负债成本基本没有影响。

表 2：部分商业银行客户存款成本变化

	2021 年客户存款平均成本 (%)	2020 年客户存款平均成本 (%)	2021 年存款成本下降 (BP)
四大行			
工商银行	1.62	1.61	-1
中国银行	1.52	1.58	6
建设银行	1.67	1.59	-8
农业银行	1.61	1.53	-8
部分地方中小行			
苏州银行	2.25	2.34	9
厦门银行	2.63	2.66	3
浙商银行	2.47	2.64	17
郑州银行	2.49	2.51	2
常熟银行	2.27	2.33	6

资料来源：各银行年报，西部证券研发中心

近期，人民银行曾强调要稳定银行负债成本，优化存款利率自律上限的方式可以作为政策工具使用。通过去年的政策实践可以看出，部分中小银行的客户存款成本在存款利率自律上限下调后有一定幅度的下行。叠加两次降准帮助银行节约的成本，人民银行于去年 12 月在政策利率不变的情况下，引导银行下调 LPR 利率，让利实体经济。我们认为今年这种政策操作有望再度进行。

表 3：中小银行存款利率自律上限对比 (%)

	活期	三个月	半年	一年	两年	三年	五年
优化前 (1.5 倍)	0.53	1.65	1.95	2.25	3.15	4.13	—
优化后 (加 75 基点)	0.55	1.85	2.05	2.25	2.85	3.5	—
优化变动 (基点)	+2	+20	+10	0	-30	-63	—
本次调整 (基点)	-10	-10	-10	-10	-10	-10	—
本次可能的调整后	0.45	1.75	1.95	2.15	2.75	3.4	—

资料来源：人民银行，西部证券研发中心

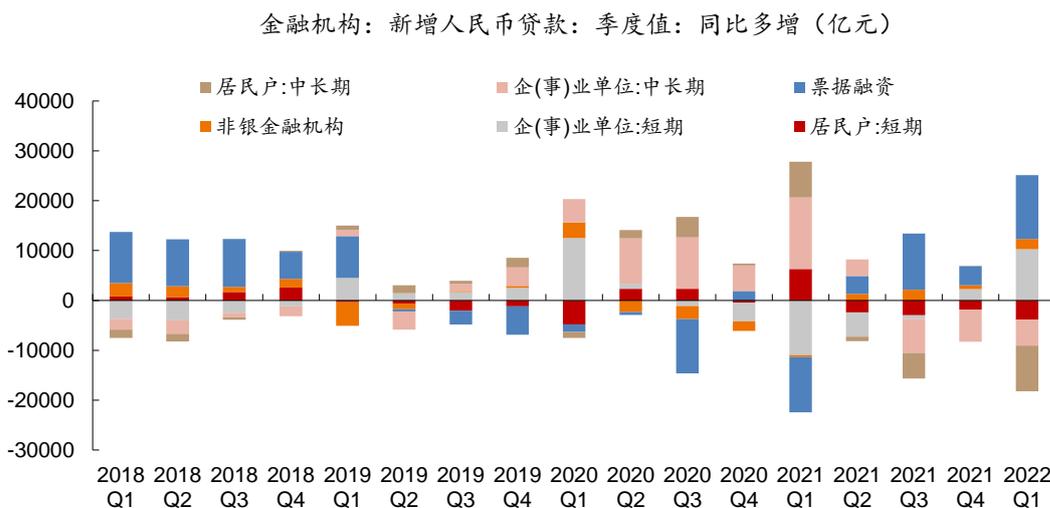
假设对中小银行的存款利率自律上限下调 10BP，综合来看，其对于中小银行负债成本下行的推动程度跟去年类似。结合降准操作帮助银行节约的成本，我们认为引导 LPR 利率单独下调将成为央行的货币政策选项之一。

三、一季度金融数据发布会讲了哪些值得关注的内容？

4 月 14 日，央行举行了 2022 年第一季度金融统计数据新闻发布会，调查统计司司长兼新闻发言人阮健弘、货币政策司司长孙国峰、宏观审慎局局长李斌、金融市场司司长邹澜、金融稳定局局长孙天琦出席。我们将值得关注的内容总结如下：

对于一季度的金融数据，央行做了进一步解读。一季度新增人民币贷款 8.34 万亿元，比上年同期多增了 6636 亿元，创历史新高。但是市场一直对于信贷结构有所顾虑。

图3：信贷数据拆解季节图



资料来源：Wind，西部证券研发中心

通过结构拆解可以发现，2022年一季度信贷的同比多增主要由票据及企业短期贷款构成。而市场比较关注的企业及居民中长期贷款则出现了同比少增的情况。根据央行发布会的解读，**制造业、工业及出口相关行业**中长期贷款增速较快，这意味着拖累企业中长期贷款的部门主要是建筑业、房地产开发、农业及服务业中非基建的部分，我们认为疫情对于上述部门的贷款需求影响较大，随着疫情的好转，其中长期贷款需求有望逐步回暖。这意味着新增贷款的结构或将在二三季度转好，这也符合企业部门的信贷结构一般会在信贷总量企稳回升后的6-9个月改善的历史经验。

对于下一阶段的货币政策，央行也明确了发力的方向。在总量上，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性。在价格上，发挥贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业融资成本。在结构上，抓紧设立科技创新再贷款和普惠养老专项再贷款，用好普惠小微贷款支持工具，增加支农支小再贷款，实施好碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款。在此基础上，我们理解近期货币政策会有如下操作。首先，根据国常会的会议要求，降准大概率会快速落地。在降准操作的帮助下，银行的成本压力会得到缓解。再加上其他稳定银行负债的操作（如存款利率机制的改革等），**近期央行有望引导商业银行下调LPR报价利率，这符合推动降低企业融资成本的政策要求。**其次，结构性货币政策工具

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_40405

