

小幅降准加速落地

相关研究：

1. 《全面降准，加强跨周期调节》 2021.12.07
2. 《海外加息预期增强不改国内央行政策基调》 2022.02.07
3. 《清明经济表现低迷，国常会再提宽松政策》 2022.04.07

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

中国人民银行4月15日宣布，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%。此次降准共计释放长期资金约5300亿元。

□ 此次降准释放的信号意义大于实质

本次降准的特点是幅度小、速度快。25bp的降准幅度为历年来幅度最小的一次，释放资金5300亿元，对比去年下半年的两次降准，2021年7月9日降准0.5个百分点，2021年12月6日降准0.5个百分点。但是此次降准政策出台的速度明显加快，往常一般在国常会提及降准后的一至两周内宣布实施，而本次国常会从提及降准到降准落地时隔仅两天。符合政策要快出早出的论调，释放的稳预期的信号意义颇大，一方面彰显了央行稳经济的决心和执行力，另一方面也为后续的货币政策预留空间。

□ 宽货币不等于宽信用，存在传导堵点

货币政策放松直接作用于银行间流动性，但不是信用扩张的充分条件。当前银行体系不缺流动性，货币市场质押式回购利率处于较低水平，同时今年MLF到期量较去年同比下降6000亿元。真正难点在于如何将宽货币引向实体经济的宽信用。而市场“宽货币”与“紧信用”并存正是由于货币政策传导不畅所致，使得流动性在金融体系内空转，无法及时有效地注入实体经济。

□ 降准并不必然制约降息

降准是数量型工具，降息是价格型工具，两者并不冲突，在经济下行压力加剧的宏观环境下，数量型工具结合价格型工具的组合式宏观货币调控是可取的。目前央行尚未采取降息措施，可能有两方面原因：一是海外加息对国内降息形成掣肘；二是从绝对价格水平看当前贷款利率并不高，关键在于中小微企业获得银行贷款的难度较大，据统计非银行渠道的融资成本基本在银行贷款利率的两倍及以上。如果能够帮助中小微企业增加获得银行信贷的能力意味着在实质上已助其大大降低了融资成本。因此，相比降息对实体经济的好处，解决好金融机构、市场主体和政府之间的联动关系可能更加意义重大。

□ 风险提示

国内疫情持续；国内政策超预期；美联储加息超预期。

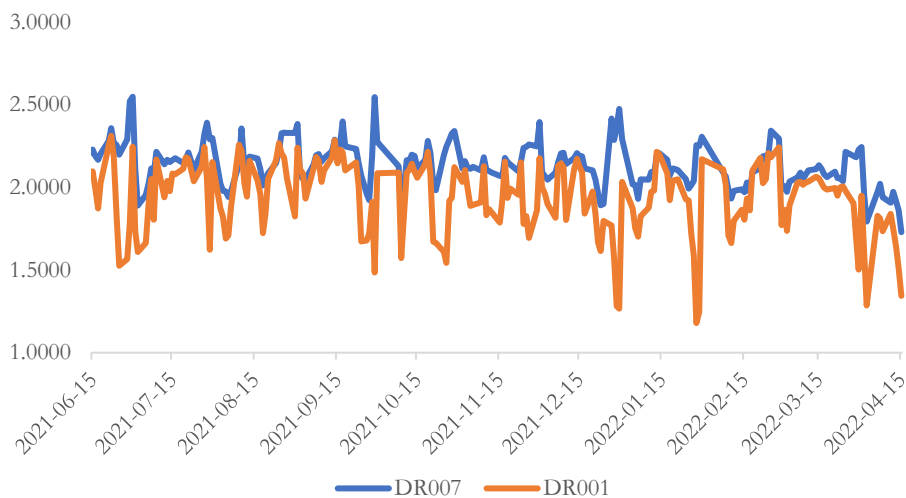
1 此次降准释放的信号意义大于实质

本次降准的特点是幅度小、速度快。25bp 的降准幅度为历年来幅度最小的一次，释放资金 5300 亿元，对比去年下半年的两次降准，2021 年 7 月 9 日降准 0.5 个百分点，2021 年 12 月 6 日降准 0.5 个百分点。

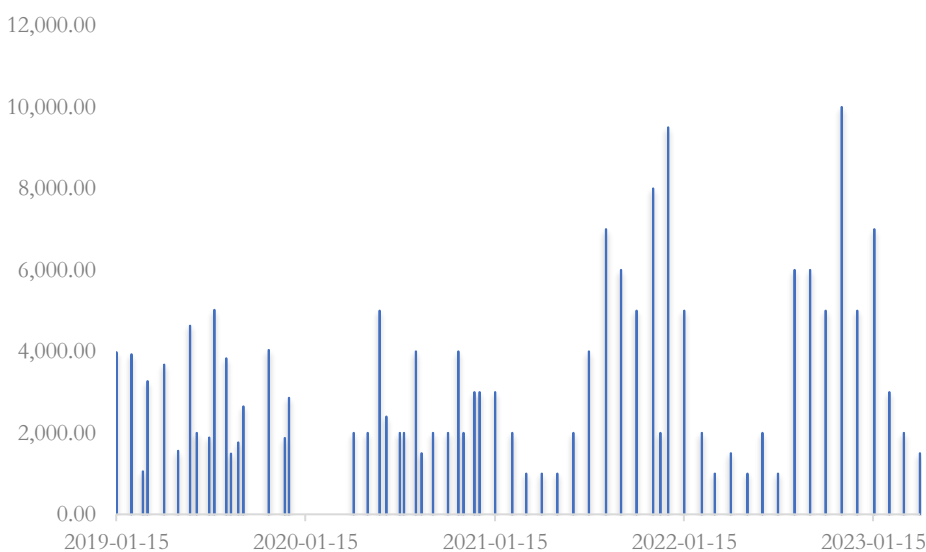
但是此次降准政策出台的速度明显加快，往常一般在国常会提及降准后的一至两周内宣布实施，而本次国常会在 4 月 13 日提及降准，在 4 月 15 日就宣布降准，时隔仅两天。符合政策要快出早出的论调。此次降准可以理解为抛砖引玉，为今年首次货币政策调控，幅度虽小，但释放的稳预期的信号意义颇大，一方面彰显了央行稳经济的决心和执行力，另一方面也为后续的货币政策预留空间。

2 宽货币不等于宽信用，存在传导堵点

货币政策放松直接作用于银行间流动性，但不是信用扩张的充分条件。当前银行体系不缺流动性，货币市场质押式回购利率处于较低水平，截至 2022-4-15，DR007 报收 1.73%、DR001 报收 1.34%，同时 2021 年 MLF 到期量为 5.15 万亿，今年全年 MLF 到期量为 4.55 万亿，同比下降 6000 亿元。真正难点在于如何将宽货币引向实体经济的宽信用。畅通的货币政策传导要求链条上各个节点协同发力，通过有效运转的银行体系和金融市场，将流动性层层传导至实体经济。而市场“宽货币”与“紧信用”并存正是由于货币政策传导不畅所致，使得流动性在金融体系内空转，无法及时有效地注入实体经济。

图 1 货币市场质押式回购利率 (%)


资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 2 MLF 到期量统计 (亿元)


资料来源：湘财证券研究所、Wind

3 降准并不必然制约降息

降准是数量型工具，降息是价格型工具，两者并不冲突，在经济下行压力加剧的宏观环境下，数量型工具结合价格型工具的组合式宏观货币调控是可取的。降准使得市场的水多了，但是如何将水引向真正需要灌溉的地方却是关键。当前实体经济面临诸如原材料价格上涨、物流成本高企、疫情散点

爆发与供应链、产业链阻塞等一系列外生冲击，而线下服务业、中小企业的生存环境更是岌岌可危，因此降低社会综合融资成本仅仅依靠全面放水或许力度不够，针对性也不强。结构性货币工具的加码或是更加有效的手段，此外，货币工具还应和财政政策共同发力形成稳增长的实效。

目前央行尚未采取降息措施，可能有两方面原因：一是海外加息对国内降息形成掣肘，市场预期美联储今明两年要累计加息 300BP 左右，如果我国现在降息，容易导致利差收窄甚至倒挂，增加人民币贬值压力；二是从绝对价格水平看当前贷款利率并不高，关键在于中小微企业获得银行贷款的难度较大，据统计非银行渠道的融资成本基本在银行贷款利率的两倍及以上（温州民间借贷利率为 15.57%、广州小额贷款 1 年期以上利率为 11.64%）。如果能够帮助中小微企业增加获得银行信贷的能力意味着在实质上已助其大大降低了融资成本。因此，相比降息对实体经济的好处，解决好金融机构、市场主体和政府之间的联动关系可能更加意义重大。

表 1 银行信贷利率与民间利率比较 (%)

日期	人民币贷款加权平均利率:企业贷款	人民币:温州民间借贷综合利率
2020-06	4.6400	15.1200
2020-09	4.6300	14.2600
2020-12	4.6100	14.7500
2021-03	4.6300	14.7600
2021-06	4.5800	14.2300
2021-09	4.5900	14.3000
2021-12	4.5700	14.3800

资料来源：湘财证券研究所、Wind

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_40529

