

利率市场化降息进行时

——2022 年一季度货币政策执行报告解读

报告导读

2022 年 5 月 9 日，央行发布 2022 年一季度货币政策执行报告，值得关注的要点有：1、现代货币政策框架越来越明晰；2、一般贷款加权利率下行；3、通过债券利率和 LPR 确定存款利率市场化的上浮水平；4、货币政策下一阶段首先要推动信贷和社融增长；5、金融稳定法的亮点是金融稳定基金。

我们重点提示，今年 4 月央行指导利率自律机制建立的存款利率市场化调整机制，通过债券利率和 LPR 确定存款利率市场化的上浮水平的方式将推动存款利率跟随市场利率变化，该机制将存款利率定价加入更多“市场化”成分，新机制的建立与“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”相辅相成，是央行推进利率市场化的关键举措，这意味着市场利率不仅能够有效影响贷款基准利率 LPR，并进一步影响存款利率定价，也可直接作用于存款利率，我国利率市场化的推进路径进一步明确。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

□ 一、现代货币政策框架越来越明晰

央行在本次报告的首个专栏介绍“健全现代货币政策框架取得明显成效”，从完善货币供应调控机制、健全市场化利率形成和传导机制、创新和完善结构性货币政策工具体系、深化汇率市场化改革保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定四个方面说明推动健全现代货币政策框架取得明显成效。现代货币政策框架包括优化的货币政策目标、创新的货币政策工具和畅通的货币政策传导机制，从近几年的演进看，我国现代货币政策框架越来越明晰，其中我们重点提示 LPR 形成机制的表述。

1、完善货币供应调控机制，央行通过完善其调节银行货币创造的流动性、资本和利率三大约束的长效机制来调控货币供应，推动 M2 和社融增速同名义经济增速相匹配，以支持实现了经济增长、物价稳定、充分就业的长期优化组合。

2、在健全市场化利率形成和传导机制方面，央行强调“2019 年 8 月改革后的 LPR 由报价行综合考虑市场利率走势并在参考 MLF 利率的基础上市场化报价形成，既提升贷款利率市场化程度，又形成了‘市场利率+央行引导→LPR→贷款利率’的传导机制”。我们认为“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”机制的建立是贷款利率市场化的重要保障，这意味着在 LPR 报价形成中，市场利率起到重要的前瞻性引领及影响作用，充分体现贷款利率的“市场化”。今年 1 月就是典型案例：今年 1 月初起，短端市场利率 DR007 中枢水平出现了持续、明显的回落，低于 7 天逆回购利率，此后央行与月中降低政策利率即逆回购、MLF 利率，在市场利率+央行调降政策利率的共同影响下，1 月 20 日的 LPR 报价随之下行。从效果看，3 月一般贷款加权平均利率为 4.98%，较去年 12 月的 5.19% 继续下降 0.21 个百分点，降成本效果显著。当前，我们提示市场利率再次出现类似特征，4 月初至今 DR007 再次出现明显下移，低于 7 天逆回购利率的幅度较 1 月更大，这是央行仍有降息概率的重要前瞻性信号，我们此前预计的降息窗口为当前至 5 月 16 日 MLF 续作日，若兑现，将共同引导本月 LPR 报价下行，当然在发达经济体货币政策进入紧缩区间的背景下，央行降息操作或也面临一定两难困境。

3、央行创新和完善结构性货币政策工具体系，如加强再贷款再贴现工具的使用并创设多领域专项再贷款，去年推出碳减排支持工具，今年起将两项直达实体的货币政策工具转换为支持小微企业的市场化工具。我们认为结构性货币政策的使用有助于定向支持国民经济重点领域、薄弱环节，解决经济痛点。

4、汇率市场化改革方面，央行退出外汇市场常态化干预，提高了资源配置效率。2018 年以来，人民币汇率弹性增强，较好地发挥了调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用，实际上，我们认为汇率加大双向波动、一定程度的贬值也是为国内货币政策留出宽松空间。本次报告摘要中，央行在上季度报告货币政策“以我为主”的基础上调整为“密切关注主要发达经济体货币政策调整，以我为主兼顾内外平衡”，我们认为体现货币政策在多目标之间的权衡，我们此前持续提示，二季度是国际收支平衡重要观察窗口期，一旦外储回落逼近 3 万亿美元警戒线，可能扰动货币政策。

□ 二、一般贷款加权利率下行

央行在报告中披露3月一般贷款加权平均利率为4.98%，同比下降0.32个百分点，环比去年12月的5.19%也继续下降0.21个百分点，降成本效果显著。我们认为主要受1月央行降低政策利率并引导LPR下行、及多项低息再贷款持续投放的影响，1月1年期LPR报价下降10BP，5年期以上LPR下降5BP，两个期限LPR同时下降意味着不仅短期流动性贷款，制造业中长期贷款、固定资产投资贷款和个人住房贷款等利率也将引导下行，有助于继续降低实体经济融资成本。央行也同时优化存款利率监管，今年2月，指导市场利率定价自律机制发布《关于加强协议存款自律管理的倡议》，督促金融机构依法合规开办协议存款，4月指导利率自律机制建立存款利率市场化调整机制，引导银行根据市场利率变化合理调整存款利率，我们认为有助于为银行降低负债成本并向资产端传导，推动实际贷款利率进一步下行。

□ 三、通过债券利率和LPR确定存款利率市场化的上浮水平

央行通过专栏介绍“建立存款利率市场化调整机制”，今年4月，央行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，自律机制成员银行参考以10年期国债收益率为代表的债券市场利率和以1年期LPR为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。我们认为，通过债券利率和LPR确定存款利率市场化的上浮水平的方式将推动存款利率跟随市场利率变化，该机制将存款利率定价加入更多“市场化”成分，新机制的建立与上文讨论的“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”相辅相成，是央行推进利率市场化的关键举措，这意味着市场利率不仅能够有效影响贷款基准利率LPR，并进一步影响存款利率定价，也可直接作用于存款利率，我国利率市场化的推进路径进一步明晰。

站在当前时点，机制的调整有助于引导银行存款利率下行，为银行降低负债端成本及净息差压力，并进一步向贷款端传导。当前该机制对银行的指导是柔性的，对于存款利率市场化调整及时高效的金融机构，人民银行给予适当激励，政策实施后引导效果较好，工农中建交邮储等国有银行和大部分股份制银行均已于4月下旬下调了其1年期以上期限定期存款和大额存单利率，部分地方法人机构也相应作出下调。

□ 四、货币政策下一阶段首先要推动信贷和社融增长

央行认为新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升，后续货币政策将加大对实体经济的支持力度，稳字当头，主动应对，提振信心。在下阶段政策思路中，央行放在首位的仍是保持货币信贷和社会融资规模稳定增长，即核心仍是宽信用，我们认为体现出央行货币政策以稳增长保就业为首要目标，通过宽信用对冲疫情冲击。

央行近期降准落地、增设多项再贷款工具，增加再贷款再贴现额度等措施均指向宽信用，后续增量政策仍可关注增量再贷款资金。同时，央行也积极推动缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束，引导增加信贷投放。我们认为宽信用仍将持续推进，4月信贷、社融或受疫情冲击表现较弱，但两者增速大概率于4月见底，此后进入回升通道，预计年末分别达到11.8%、11.2%，较去年末分别提高0.2和0.9个百分点，宽信用推动M2和社融增速与名义GDP增速相匹配，缓解经济下行压力。

□ 五、金融稳定法的亮点是金融稳定保障基金

央行专栏分析“加快推进金融稳定立法建设”，今年4月6日，《中华人民共和国金融稳定法（草案征求意见稿）》公开征求意见，我们认为其中亮点在于设立金融稳定保障基金。

金融稳定保障基金定位为国家重大金融风险处置后备资金，用于具有系统性影响的重大金融风险处置。基金由向金融机构、金融基础设施等主体筹集的资金以及国务院规定的其他资金组成，由国务院金融委统一管理。基金与既有的存款保险基金和行业保障基金双层运行、协同配合。

今年政府工作报告提出设立金融稳定保障基金，3月25日，国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作分工的意见，要求9月底前完成金融稳定保障基金筹集相关工作，年内持续推进。我们认为，目前我国金融风险防控已经从攻坚战到常态化，未来国内外形势仍然复杂多变，我国金融体系脆弱性依然存在，设立金融稳定保障基金将金融风险防范上升至整个金融系统，与存款保险和行业保障基金形成有效互补，有助于守住不发生系统性金融风险的底线。

风险提示：海外央行开启紧缩进程，中美利差倒挂，二季度是国际收支重要观察期，一旦逼近警戒线可能对我国货币政策形成扰动。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_41463

