



降准的幅度与央行的定力

摘要

4月15日晚间央行宣布全面降准25个基点，释放长期资金约5300亿元。与之前几次每次降准50个基点相比，本次降准的幅度比较温和，央行的操作体现了定力，本文尝试探讨影响央行决策的一些因素。

首先金融市场短期流动性充足，4月15日DR001加权平均已低至1.5%之下，DR007也只有1.73%。应对本轮疫情的中短期直接冲击，中长期作用的货币总量政策并不宜因此做较大的变动。其次是近期全球主要国家货币政策收紧，货币政策需要考虑平衡资金外流的压力和稳定汇率。美联储加息使得中美之间的利差收窄，近日中美十年期国债收益率个别时段出现倒挂。同时资金回流美国推动美元升值，相对降低了中国资产对外资的吸引力，外国机构在中国债券的投资连续两个月资金净流出。美元兑人民币中间价从3月1日的6.30至4月15日的6.39，人民币已小幅贬值1.4%。第三，输入型通胀也是央行需要考虑的因素，大宗商品价格指数在俄乌冲突爆发以来持续震荡走高。3月中国PPI环比上涨1.1%。第四，3月社融数据尚可，宽信用是目前货币政策的重点。企业自身对于未来经营发展的预期是企业是否扩大融资的根本因素，预期好才会扩大融资，融资价格只是一部分因素。如果仅仅是央行降息，而资金不往实体中去，就会形成金融空转。第五，前期政策效果尚需观察。基建投资从专项债发行到形成实物工作量需要过程。全国已经有一百多个城市的银行下调了房贷利率，越来越多的城市解除或下调了限购限贷政策、下调了购房首付比例，房地产市场可以多大程度上回暖，也需要观察一段时间。

研究员：刘洋

从业资格：F3063825

投资咨询：Z0016580

联系方式：

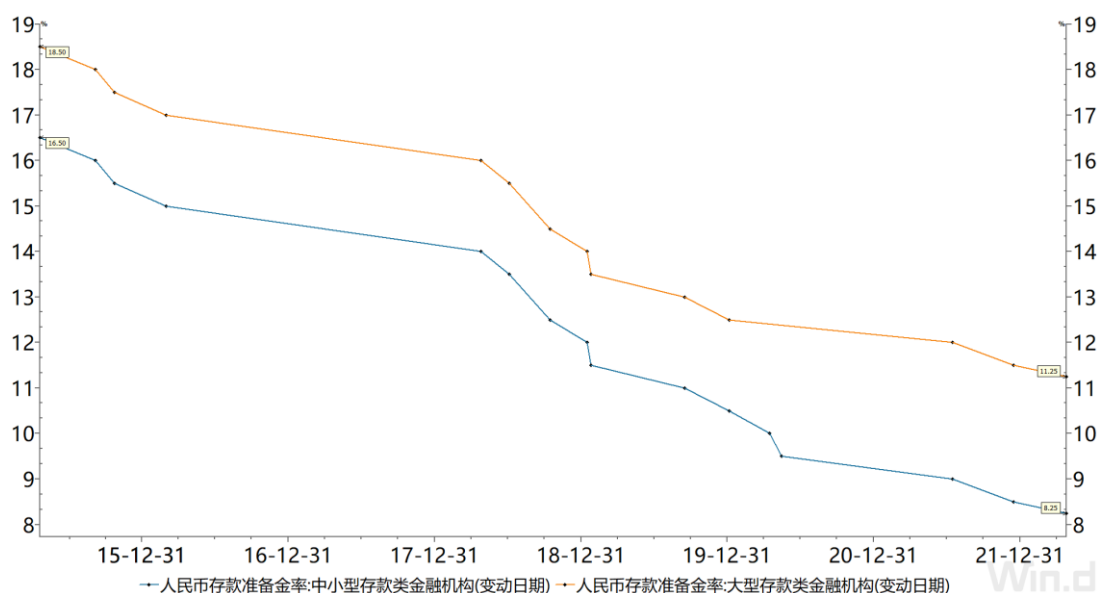
Liuyang18036@greendh.com

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

4月15日晚间央行宣布将于4月25日全面降准25个基点，释放长期资金约5300亿元。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%。与中期借贷便利（MLF）和再贷款等提供市场流动性的工具相比，降准可以增加金融机构长期稳定资金来源，并且可以直接降低金融机构资金成本，本次降准可降低金融机构资金成本每年约65亿元，央行表示通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。与之前几次每次降准50个基点相比，本次降准的幅度比较温和。4月15日央行等量续作本月到期的1500亿元中期借贷便利（MLF），也不及部分市场预期，当日国债期货较大幅度低开。央行的操作体现了定力，本文尝试探讨影响央行决策的一些因素。

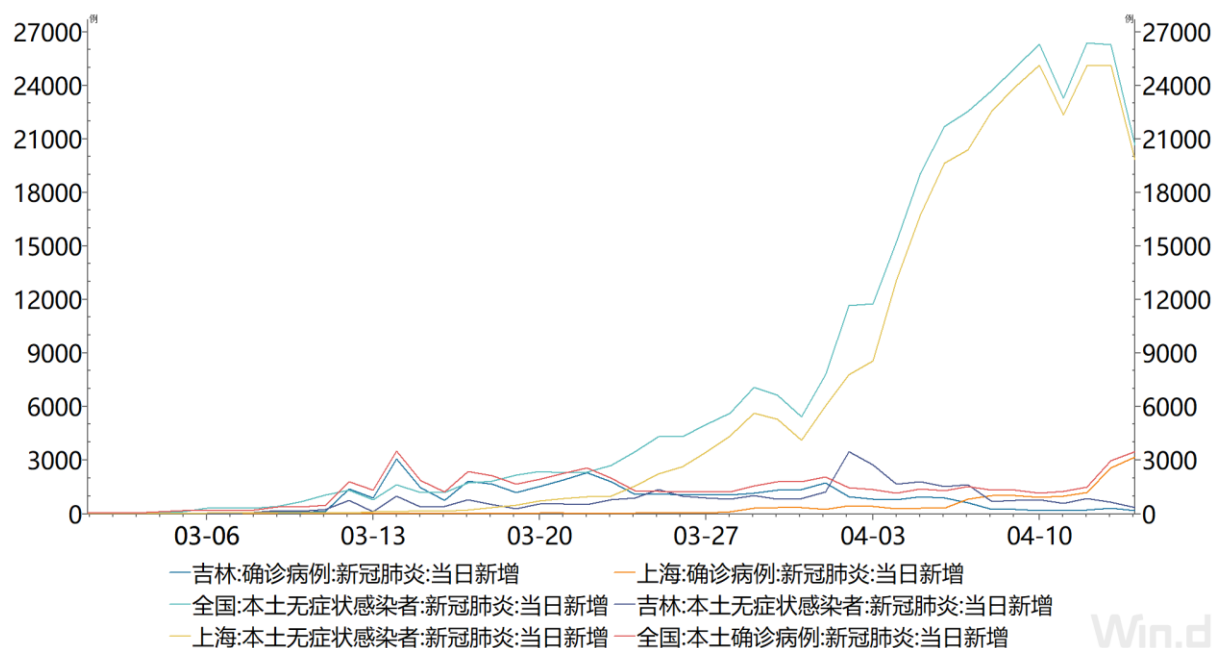
图1 金融机构存款准备金率



数据来源：Wind、格林大华研究与投资咨询部

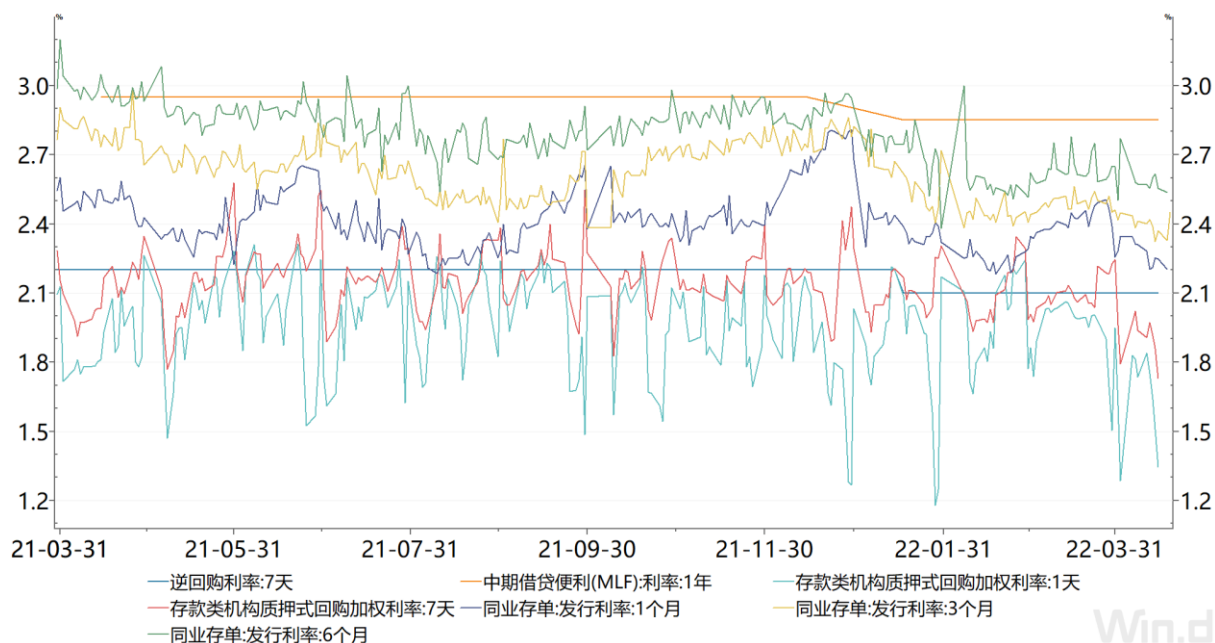
首先金融市场短期流动性充足。货币市场短期利率在本月已经连续下行。一天存款类机构质押式回购加权利率（DR001）4月15日加权平均已低至1.5%之下，DR007也只有1.73%，远低于央行七天逆回购利率2.10%，近期同业存单发行利率也连续下行。引起本轮疫情的奥密克戎变异毒株传播速度很快、隐匿性很强，目前上海疫情还在高位运行。在上海之前同样由奥密克戎引发的吉林省的疫情目前已经得到明显的控制，但本轮奥密克戎疫情周期比之前的德尔塔疫情周期显著拉长。对于疫情的中短期直接冲击，通过短期货币市场利率的大幅下行，以短期充足的市场流动性来应对，中长期作用的货币总量政策并不宜因此做较大的变动。

图2 当日新增确诊病例和当日新增本土无症状感染者



数据来源: Wind、格林大华研究与投资咨询部

图3 DR001、DR007 和部分同业存单发行利率



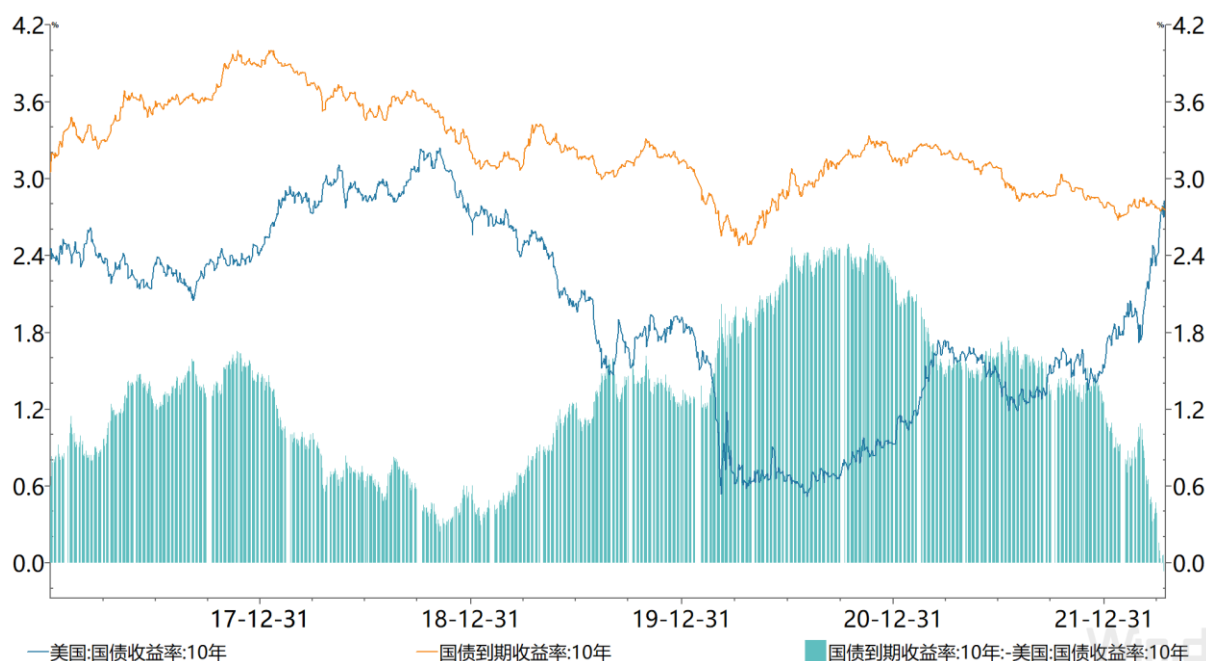
数据来源: Wind、格林大华研究与投资咨询部

请阅读页末免责声明

格物致知 • 众木成林 • 大道至简 • 真信无华

其次是近期全球主要国家货币政策收紧，货币政策需要考虑平衡资金外流的压力和稳定汇率。4月14日欧洲央行宣布最新利率决议，确认将在第三季度结束资产购买计划净购买，并表示将在今年下半年结束购债后考虑提高利率。3月美联储会议纪要显示，多名联储官员认为，若通胀和经济形势需要，未来可能要一次或者更多次加息50个基点；联储决策者预计本次缩表速度比2017年到19年的上次缩表期快，计划每个月减少持有资产的规模多达950亿美元，几乎是上次缩表时每月最高规模的两倍。3月美国CPI同比增长8.5%，续创四十年以来新高，为抑制通胀，美联储鹰派明显。市场预期美联储大概率会在5月加息50个基点并宣布开始缩表。美联储加息使得中美之间的利差收窄，近日中美十年期国债收益率个别时段出现倒挂。同时资金回流美国推动美元升值，相对降低了中国资产对外资的吸引力，过去的两个月外国机构在中国债券的投资连续两个月资金净流出。境外机构在中央结算公司的债券托管量二月份净减少669亿元、三月份净减少982亿元。美元兑人民币中间价从3月1日的6.30至4月15日的6.39，人民币已小幅贬值1.4%。

图4 中美十年期国债收益率及利差

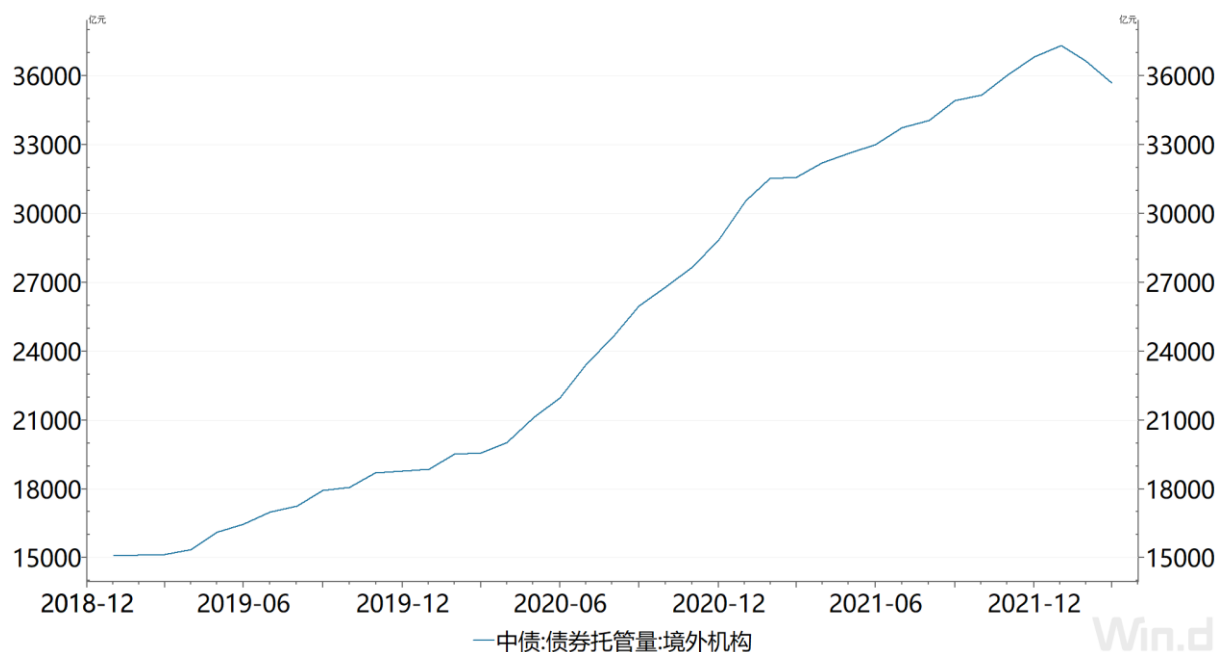


数据来源：Wind、格林大华研究与投资咨询部

请阅读页末免责声明

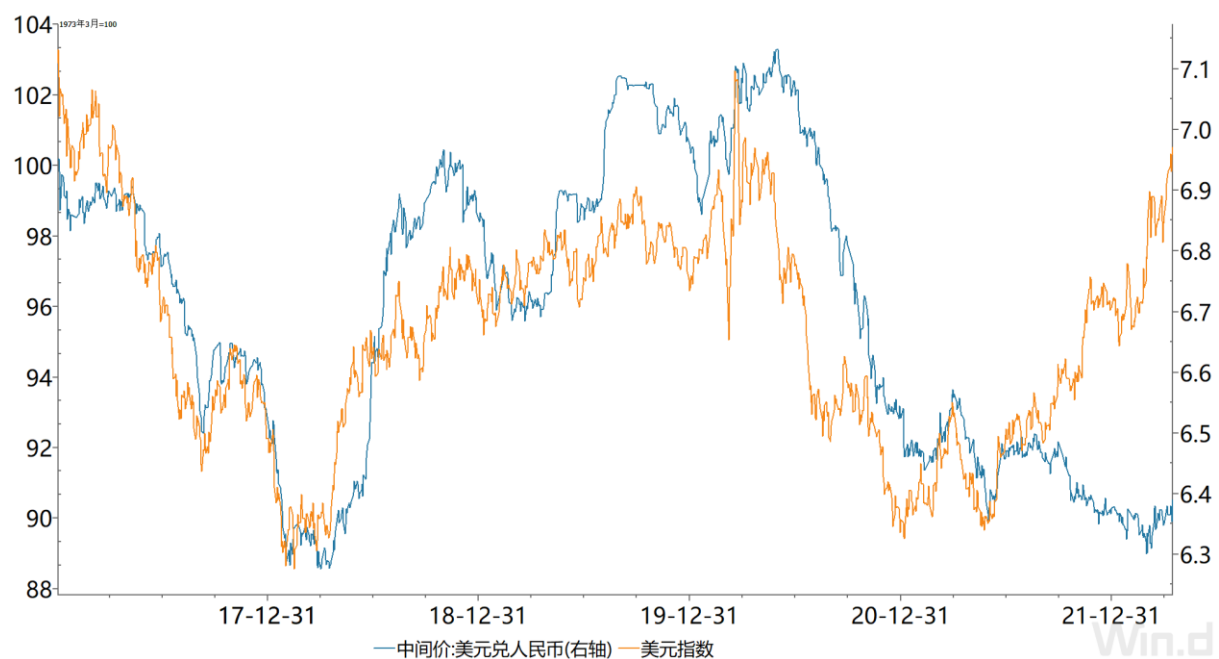
格物致知 • 众木成林 • 大道至简 • 真信无华

图 5 中债：境外机构持有债券托管量



数据来源：Wind、格林大华研究与投资咨询部

图 6 美元指数和美元兑人民币中间价



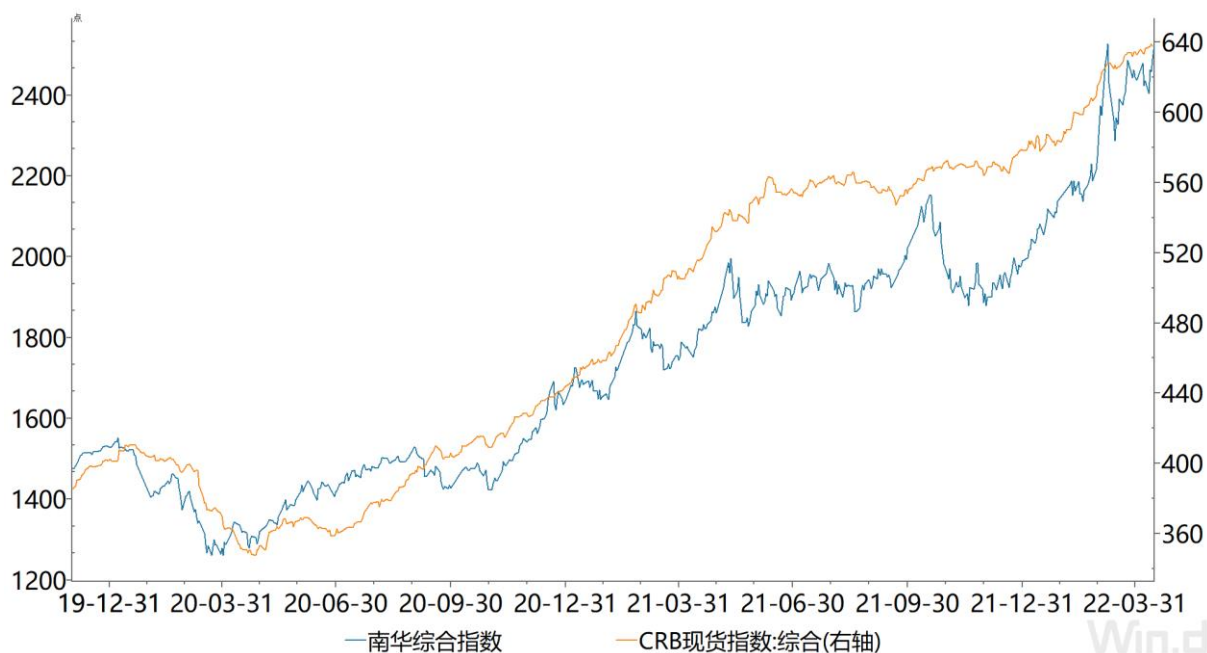
数据来源：Wind、格林大华研究与投资咨询部

请阅读页末免责声明

格物致知 • 众木成林 • 大道至简 • 真信无华

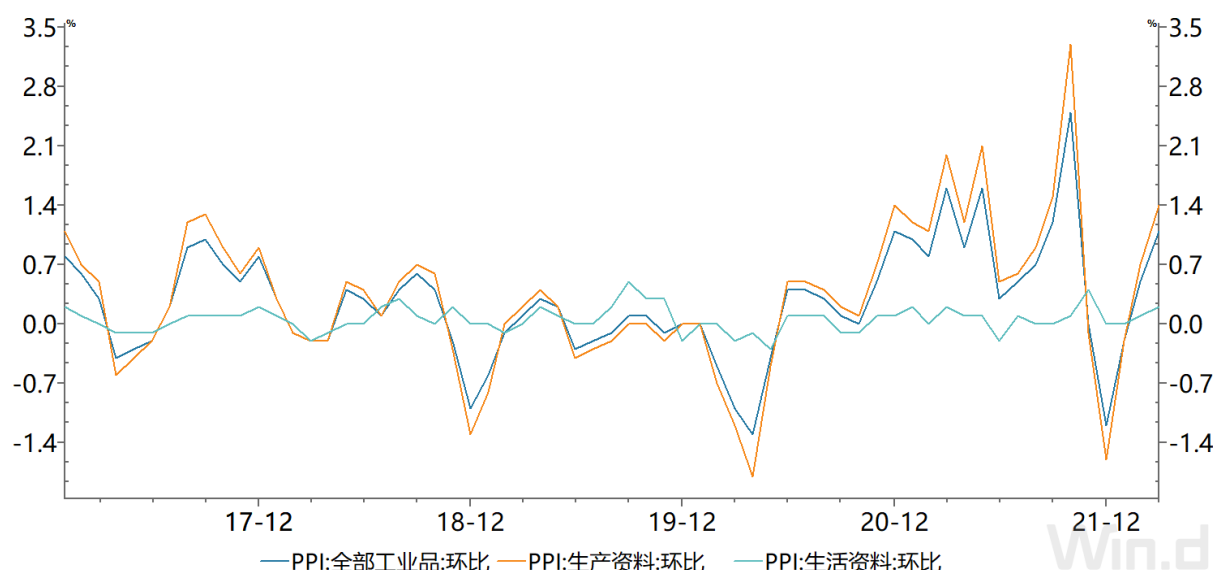
第三，输入型通胀也是央行需要考虑的因素。俄乌冲突导致原油和粮食等大宗商品价格高企。国内的南华综合指数和境外的 CRB 现货综合指数在冲突爆发以来持续震荡走高。俄罗斯总统 4 月 12 日表示，乌方背离了在伊斯坦布尔谈判的成果，使局面陷入了死胡同。俄乌冲突短期难以结束。3 月份，全国工业生产者出厂价格（PPI）同比上涨 8.3%，市场预估 8.1%，前值 8.8%。3 月 PPI 环比上涨 1.1%，前值 0.5%。其中生产资料价格环比上涨 1.4%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 1.05 个百分点；生活资料价格环比上涨 0.2%，影响工业生产者出厂价格总水平上涨约 0.05 个百分点。生产资料中采掘工业价格环比上涨 4.8%，原材料工业价格环比上涨 2.9%，加工工业价格环比上涨 0.4%，上游价格明显上涨较快。

图 7 南华综合指数、CRB 现货综合指数



数据来源：Wind、格林大华研究与投资咨询部

图 8 全国工业生产者出厂价格（PPI）环比



数据来源：Wind、格林大华研究与投资咨询部

第四，3 月社融数据尚可，宽信用是目前货币政策的重点。3 月社会融资规模增量为 4.65 万亿元，超过市场预估的 3.63 万亿元，比上年同期多 1.28 万亿元。3 月份新增人民币贷款 3.13 万亿元，也超过市场预期的 2.64 万亿元，同比多增 3951 亿元，其中企业中长期贷款新增 13448 亿元、同比多增加 148 亿元，企业短期贷款新增 8089 亿元、同比多增 4341 亿元，票据融资新增 3187 亿元、同比多增 4712 亿元，企业贷款比上年多增部分主要体现在短期贷款和票据融资，新增中长期贷款占比明显下降。居民中长期贷款新增 3735 亿元、比上年同期少增 2504 亿元，居民短期贷款新增 3848 亿元、比上年同期少增 1394 亿元，居民中长期贷款和短期贷款都比上年明显少增，显示居民贷款融资意愿降低，有疫情的影响因素，带来收入的下降和不确定性，也反映了房地产销售同比的持续回落。目前焦点问题是疫情对产业链供应链的冲击，企业需要尽快恢复正常的生产经营。防疫政策也在逐步优化。企业自身对于未来经营发展的预期是企业是否扩大融资的根本因素，预期好才会扩大融资，融资价格只是一部分因素。如果仅仅是央行降息，而资金不往实体中去，就会形成金融空转，而金融空转并不是央行希望看到的。

第五，前期政策效果尚需观察。4 月 12 日财政部副部长表示今年用于项目建设的专项债券额度 3 月底已全部下达，截至 3 月末已累计发行约 1.25 万亿元，并明确要在 9 月底前完成今年下达的专项债券额度发行工作。项目投资的资金拨付需要过程以及短期疫情冲击的原因，基建投资形成实物

请阅读页末免责声明

格物致知 • 众木成林 • 大道至简 • 真信无华

工作量、带动实体经济增长还需要一个过程。对于房地产市场，3月以来，由于市场需求减弱，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。有越来越多的城市解除或下调了限购或限贷政策、下调了购房首付比例、乃至出台购房补贴。房地产市场可以多大程度上回暖，也需要观察一段时间。

重要声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货品种买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。我公司可能发出与本报告意见不一致的其它报告，本报告反映公司分析师本人的意见与结论，并不代表我公司的立场。未经我公司同意，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。