

研究报告

专题报告 宏观

“克制”的降准该如何理解？

广州期货 研究中心

联系电话：020-22139813

摘要：

事件：4月15日，央行等量平价续作1500亿元1年期MLF和100亿元7天期公开市场逆回购。晚间宣布全面降准25bp，同时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，在下调存款准备金率25bp的基础上，再额外多降25bp。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%，释放中长期资金5300亿，降低金融机构资金成本每年约65亿元。

点评：“外部制约”或是央行不降息的主因且价格型工具对当前经济所面临的问题解决能力有限。从近期国内基本面看，不确定性因素明显增多，此时降准对稳定市场预期、继续助力宽信用及对对冲经济下行压力具有较大的意义。

从“量”的角度来看，本次降幅虽不及预期但从稳增长角度来说基本合理，净释放5300亿元流动性与缴税窗口形成对冲且能避免“大水漫灌”带来的资金空转套利问题。经济下行压力之下相对克制的降准为后续货币政策宽松留有余地。

4月20日LPR下调可能性不大，但不能完全排除，1年期LPR下调可能性大于5年期LPR且下调幅度有限。

本次降准对股债有何影响？

权益市场：从稳增长政策调控角度来看，小步慢跑的降准是合理的，但对于A股市场而言，政策预期差客观存在。市场前期对稳增长加码且见效的抢跑动作十分明显，本次政策刺激效果低于预期，对市场提振效果有限，短期或仍将延续弱势震荡行情，建议观望。中期而言，市场症结点并非与此，需关注两个信号：1) 社融结构的边际改善。国内方面，经济问题不能仅靠降准降息解决，况且当前宏观流动性充裕，企业融资成本及环境并不是A股市场转暖的制约因素，其关键点在于企业盈利的修复。2) 中美利差的修复。近期美联储加速收紧预期发酵，中美利差收窄，对于成长板块存明显压制。等待悲观预期期充分发酵，美债收益率见顶确认高位震荡区间后负面影响或将逐步消除。

债券市场：本次降准不及预期，5-7月美联储加速收紧几乎关闭了国内降息窗口，利率下行空间受制。但基本面仍是利好，央行的克制降准一方面发出当前仍处于宽松周期的信号，另一方面为后续货币政策宽松预留了空间，利率不至于形成上行趋势。相较于长端，短端资金面宽松，机会更为确定，可考虑多TS。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】1497号

联系信息

分析师 王荆杰

期货从业资格：F3084112

投资咨询资格：Z0016329

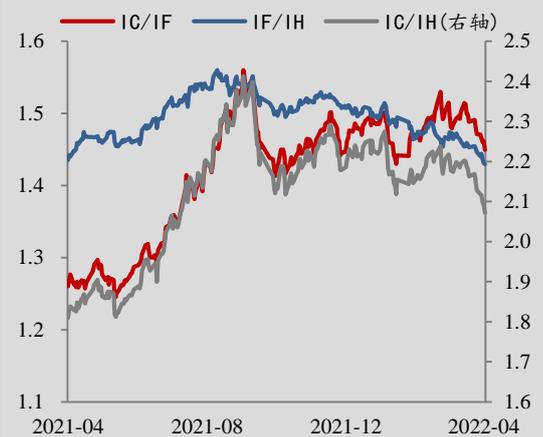
邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人 陈蕾

期货从业资格：F03088273

邮箱：chen.lei5@gzf2010.com.cn

相关图表



相关报告

20220315 《广州期货-专题报告-从基本面看股债如何演绎？兼评2月金融数据》

20220307 《广州期货-专题报告-政府工作报告点评兼对各品种影响逻辑》

20220206 《广州期货-专题报告-节后市场展望》

20211216 《广州期货-专题报告-海外宏观-Taper如期加速，国内期货品种影响几何？》

20220127 《广州期货-专题报告-海外宏观-美联储1月FOMC决议对期市影响几何？》

2021.12.12 《广州期货-专题报告-宏观-中央经济工作会议点评》

目录

一、事件点评.....	1
(一) 为什么是降准而不是降息?	1
(二) 降准幅度为何打折?	3
二、后市展望.....	5
(一) 4月20日LPR调降可能性?	5
(二) 本次降准对股债有何影响?	5
免责声明.....	6
研究中心简介.....	6
广州期货业务单元一览.....	7

一、事件点评

事件：4月15日，央行等量平价续作1500亿元1年期MLF和100亿元7天期公开市场逆回购。晚间宣布全面降准25bp，同时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，在下调存款准备金率25bp的基础上，再额外多降25bp。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.1%，释放中长期资金5300亿，降低金融机构资金成本每年约65亿元。

从央行达记者问表述来看，**降准目的有三**：一是增加金融机构长期稳定资金来源，加大对实体经济的支持力度；二是引导金融机构支持受疫情影响严重影响行业和中小微企业；三是降低社会综合融资成本。**降准后将继续实施稳健货币政策，综合考虑有二**，一是密切关注物价走势变化，保持物价总体稳定；二是密切关注主要发达经济体货币政策调整，兼顾内外平衡。这说明**通胀及海外加息缩表可带来的汇率失衡、资金外流等问题是短期货币政策宽松的主要掣肘**。

（一）为什么是降准而不是降息？

1. 从央行“**兼顾内外均衡**”这一表述中可以看出，“**外部制约**”或是**央行不降息的主因**。3月美国CPI续创40年新高，美联储加速收紧预期不断走高，中美名义利差倒挂，理论上将面临人民币贬值及外资流出的潜在风险。

事实上，不宜夸大中美名义利差对人民币汇率的负面冲击影响。1) 自疫情以来，中美两国通胀走向明显分化，中美实际利差对于汇率变动的解释力更强，如外资大量流出将面临海外通胀风险。当前国内通胀可控，美国通胀骑虎难下，中美实际利差仍存一定缓冲空间。2) 从国际收支角度，中国出口及外商直接投资景气度较高支撑人民币汇率维持韧性。

但不可忽视的是，从情绪层面，惯性思维上中美利差倒挂可能引发市场对人民币的贬值预期，或引起汇率大幅波动。这与央行“保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”的“**以我为主**”理念相悖，尤其在中美经济周期错位之时，贸然降息可能引发的风险是我们不愿承受的，稳定人民币预期是关键。此外，参考历史情况，海外货币政策收紧对于国内降准的约束较降息相对较小。

图表1：近年来实际利差对于汇率的解释力更强



数据来源：Wind 广州期货研究中心

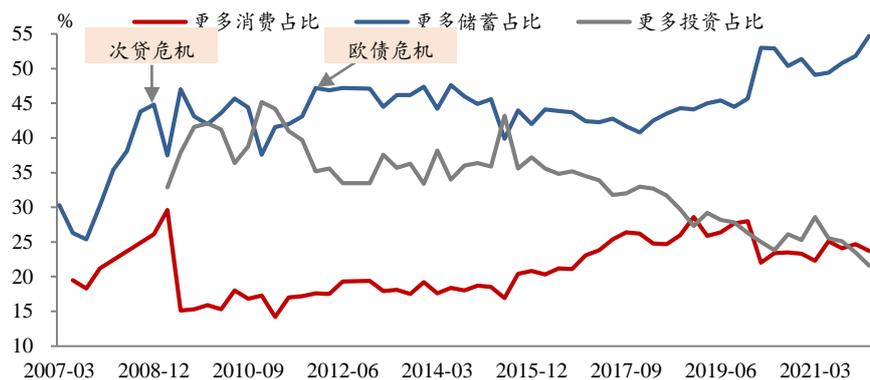
图表2: 基础账户顺差仍是当前人民币汇率维持韧性的根本



数据来源: Wind 广州期货研究中心

2. 从近期国内基本面看,不确定性因素明显增多。当下导致经济下行压力增大的主要原因在于疫情冲击带来居民消费、投资意愿大幅下行,供应链断裂,微观主体的信心不足及生存难等问题。**价格型工具对这些问题的解决能力有限,不是首选,其他定向降息的结构性政策既能起到“降成本”的作用,更能做到精准滴灌。**

图表3: 一季度居民储蓄意愿达历史最高,挤压消费投资的趋势仍在继续



数据来源: Wind 广州期货研究中心

此时降准对稳定市场预期,继续助力宽信用及对冲疫情带来的经济扰动具有较大的意义。

第一,保持政策预期一致性,缓解市场担忧。随着经济下行压力不断增大,若不趁美联储加息空窗期发出当前仍处于宽松周期的信号,提振微观主体信心,或将加剧市场“预期转弱”的压力。市场此前宽松预期的接连落空引发金融市场剧烈波动,而近期宽松预期再度发酵,为维护金融市场稳定有必要及时响应,同时也是对国常会精神的落实。

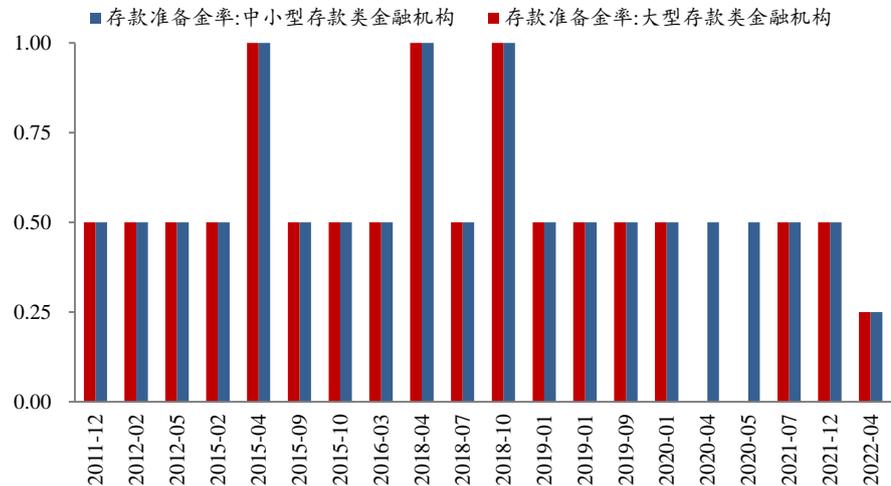
第二,补充金融机构流动性,助力宽信用。三月社融数据虽总量超预期,但结构不佳,还需朝着“扩大新增贷款规模”的方向发力,信贷的投放会形成持续的流动性消耗,通过降准可增加金融机构长期稳定资金来源,补充流动性。

第三,降低社会综合融资成本,对冲经济下行压力。疫情冲击下,中小微企业生存艰难,通过降准压降银行负债成本,从而引导贷款利率下行,加大对实体经济的支持力度,实现金融让利实体。

(二) 降准幅度为何打折?

在国常会预热后两天，降准如期而至，但基于当前备受疫情扰动的经济环境，25bp 的小幅降准打破历史惯例且明显低于市场大部分投资者 50bp 的心理预期。我们如何理解央行此次克制的降准？

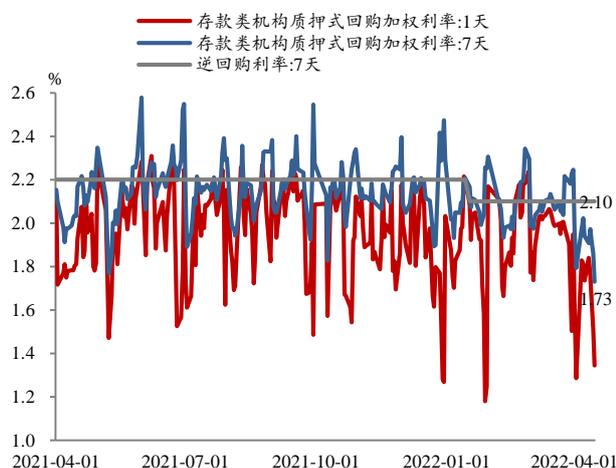
图表4：本次降准创历史最小幅度



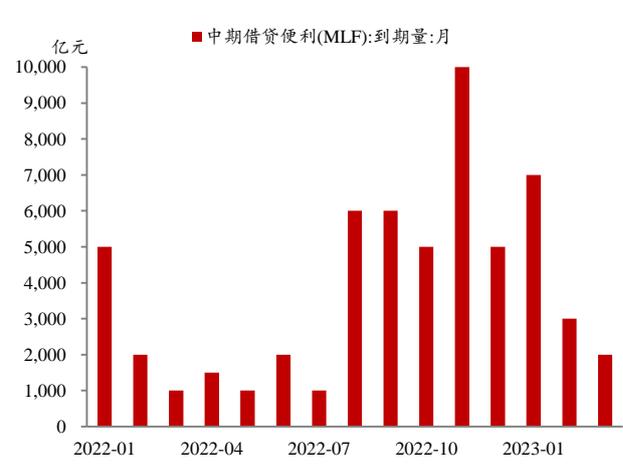
数据来源：Wind 广州期货研究中心

1. 从“量”的角度来看，当前流动性不缺，降准25bp净释放流动性5300亿元基本符合历史水平与缴税窗口形成对冲且能避免“大水漫灌”带来的资金空转套利问题。1) 回顾近五年来11次降准（不含本次），降准往往伴随着MLF的缩量续作(6次缩量续作,4次超额续作,1次等额续作)，本次净释放流动性5300亿元与近年来下降50bp且缩量续作情形下的净释放流动性相比并未有失偏颇。2) 央行明确指出当前流动性已处于合理充裕水平。在3月末财政大量投放之下，近期银行间流动性宽松，DR007明显低于7天逆回购利率。此后5月、6月MLF到期量仅为1000亿元、2000亿元，缩量空间有限，叠加央行上缴利润在二季度约6000亿元增量基础货币的投放，市场流动性是十分充裕的。如若降准50bp释放万亿流动性，可能会导致流动性过于充裕，进而产生资金空转套利的问题。

图表 5: DR007 走低, 远低于 7 天 OMO 利率



图表 6: 二季度 MLF 到期压力小, 缩量空间有限



数据来源：Wind 广州期货研究中心

图表 7：央行在国常会预告 2 天后如期兑现降准

时间	宣布形式	央行宣布	央行实施	降准形式	时间间隔 (日)	MLF 续作情况	降准释放 流动性 (亿元)	净释放流 动性 (亿 元)
无预告		2018-04-17	2018-04-25	定向降 1 个百分点	-	等额续作	13000	13000
2018-06-20	国常会	2018-06-24	2018-07-05	定向降准 0.5 个百分点	4	缩量续作 , 缩量 1715 亿元	7000	5285
2018-09-26	国务院发布 相关意见	2018-10-07	2018-10-15	定向降 1 个百分点	11	缩量续作 , 缩量 4980 亿元	12000	7020
2018-12-24	国常会	2019-01-04	2019/01/15 2019/01/25	分两次每次全面降准 0.5 个百分点+普惠金融定向降准	11	缩量续作 , 缩量 13910 亿元	15000	1090
2019-04-17	国常会	2019-05-06	2019/05/15 2019/06/17 2019/07/15	分三次定向降准	19	超额续作, 超量 1325 亿元	3000	4325
2019-09-04	国常会	2019-09-06	2019/09/16 2019/10/15 2019/11/15	9 月 16 日全面降准 0.5 个百分点, 10 月 15 日和 11 月 15 日每次定向降准 0.5 个百分点	2	超额续作, 超量 4580 亿元	9000	13580
2019-12-23	总理成都考察	2020-01-01	2020-01-06	全面降准 0.5 个百分点	9	超额续作, 超量 5000 亿元	8000	13000
2020-03-10	国常会	2020-03-13	2020-03-16	定向降准 0.5-1 个百分点+额外定向降准 1 个百分点	3	超额续作, 超量 1000 亿元	5500	6500
2021-07-07	国常会	2021-07-09	2021-07-15	全面降准 0.5 个百分点	2	缩量续作 , 缩量 4000 亿元	10000	6000
2021-12-03	总理会见国际货币基金组织总裁	2021-12-06	2021-12-15	全面降准 0.5 个百分点	3	缩量续作 , 缩量 4500 亿元	12000	7500

数据来源：Wind 广州期货研究中心

2. 珍惜降准空间，为后续宽松留有余地。年初，央行领导人表示“存款准备金率的水平不高了，进一步调整的空间变小”。考虑到国内经济基本面仍然偏弱，疫情未见拐点，出口、制造业等前期相对强势的领域，难免会受到疫情冲击。当前相对克制的降准，也是在为后续货币政策宽松预留空间。

二、后市展望

(一) 4月20日LPR调降可能性？

可能性不大，但不能完全排除，1年期LPR下调可能性大于5年期LPR且下调幅度有限。

本次降准于4月25日落地，降低金融机构资金成本每年约65亿元，据央行估算，全面降准50bp能够降低银行在贷款利率上的加点约2-3个bp。本月LPR报价是在20日，仅通过降准来引导LPR调降的概率应该不大。

近日市场利率定价自律机制召开会议，鼓励部分中小银行存款利率浮动上限下调10bp左右；这一要求应并非强制，但做出调整的银行或将对其宏观审慎评估(MPA)考核有利。如若考虑存款利率机制的改革及前期央行上缴利润带来的流动性支撑，引导银行自愿减点，不排除LPR下调的可能性，但下调幅度相对有限。

(二) 本次降准对股债有何影响？

权益市场：从稳增长政策调控角度来看，小步慢跑的降准是合理的，但对于A股市场而言，政策预期差客观存在。市场前期对稳增长加码且见效的抢跑动作十分明显，本次政策刺激效果低于预期，对市场提振效果有限，短期或仍将延续弱势震荡行情，建议观望。中期而言，市场症结点并非与此，需关注两个信号：1) 社融结构的边际改善。国内方面，经济问题不能仅靠降准降息解决，况且当前宏观流动性充裕，企业融资成本及环境并不是A股市场转暖的制约因素，其关键点在于企业盈利的修复。2) 中美利差的修复。近期美联储加速收紧预期发酵，中美利差收窄，对于成长板块存明显压制。等待悲观预期充分发酵，美债收益率见顶确认高位震荡区间后负面影响或将逐步消除。

债券市场：本次降准不及预期，5-7月美联储加速收紧几乎关闭了国内降息窗口，利率下行空间受制。但基本面仍是利好，央行的克制降准一方面发出当前仍处于宽松周期的信号，另一方面为后续货币政策宽松预留了空间，利率不至于形成上行趋势。相较于长端，短端资金面宽松，机会更为确定，可考虑多TS。

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

研究中心简介

广州期货研究中心秉承公司“不断超越、更加优秀”的核心价值观和“简单、用心、创新、拼搏”的团队文化，以“稳中求进、志存高远”为指导思想，在“合规、诚信、专业、图强”的经营方针下，试图将研究能力打造成引领公司业务发展的名片，让风险管理文化惠及全球的衍生品投资者。

研究中心下设综合部、农产品研究部、金属研究部、化工能源研究部、金融衍生品研究部、创新研究部等六个二级部门，覆盖了宏观、金融、金属、能化、农牧等全品种衍生工具的研究，拥有一批理论基础扎实、产业经验丰富、机构服务有效的分析师，以满足业务开发及机构、产业和个人投资者的需求。同时，研究中心形成了以早报、晨会、周报、月报、年报等定期报告和深度专题、行情分析、调研报告、数据时事点评、策略报告等不定期报告为主体的研究报告体系，通过纸质/电子报告、公司网站、公众号、媒体转载、电视台等方式推动给客户，力争为投资者提供全面、深入、及时的研究服务。此外，研究中心还会提供定制的套保套利方案、委托课题研究等，以满足客户的个性化、专业化需求。

研究中心在服务公司业务的同时，也积极地为期货市场发展建言献策。研究中心与监管部门、政府部门、行业协会、期货交易所、高校及各类研究机构都有着广泛的交流与合作，在期货行业发展、交易策略模式、风险管理控制、投资者行为等方面做了很多前瞻性研究。

未来，广州期货研究中心将依托股东越秀金控在研究中的资源优势，进一步搭建适合公司发展、适合期货市场现状的研究模式，更好服务公司业务、公司品牌和公司战略，成为公司的人才培养基地。

研究中心联系方式

金融衍生品研究部：(020) 22836116

金属研究部：(020) 22836117

化工能源研究部：(020) 22836104

创新研究部：(020) 22836114

农产品研究部：(020) 22836105

综合部：(020) 22836112

办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层

邮政编码：510627

广州期货业务单元一览

广州期货是大连商品交易所（会员号：0225）、郑州商品交易所（会员号：0225）、上海期货交易所（会员号：0338）、上海国际能源交易中心（会员号：8338）会员单位，中国金融期货交易所（会员号：0196）交易结算会员单位，可代理国内所有商品期货和期权、金融期货品种交易。除从事传统期货经纪业务外，公司可开展期货投资咨询、资产管理、银行间债券市场交易以及风险管理子公司业务。公司总部位于广州，业务范围覆盖全国，可为投资者提供一站式的金融服务。

广州期货主要业务单元联系方式

上海分公司	杭州城星路营业部	苏州营业部	上海陆家嘴营业部
联系电话：021-68905325 办公地址：上海市浦东新区向城路69号1幢12层（电梯楼层15层）03室	联系电话：0571-89809624 办公地址：浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	联系电话：0512-69883586 办公地址：中国（江苏）自由贸易试验区苏州片区苏州工业园区苏州中心广场58幢苏州中心广场办公楼A座07层07号	联系电话：021-50568018 办公地址：中国（上海）自由贸易试验区东方路899号1201-1202室
广东金融高新区分公司	深圳营业部	佛山南海营业部	东莞营业部
联系电话：0757-88772666 办公地址：广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2302房	联系电话：0755-83533302 办公地址：广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场（南区）A座704A、705	联系电话：0757-88772888 办公地址：佛山市南海区桂城街道海五路28号华南国际金融中心2幢2301房	联系电话：0769-22900598 办公地址：广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州体育中心营业部	清远营业部	肇庆营业部	华南分公司
联系电话：020-28180338 办公地址：广州市天河区体育东路136,138号17层0225房、17层03房自编A	联系电话：0763-3808515 办公地址：广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	联系电话：0758-2270761 办公地址：广东省肇庆市端州区星湖大道六路36号大唐盛世第一幢首层04A	联系电话：020-61887585 办公地址：广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司	湖北分公司	山东分公司	郑州营业部
联系电话：010-68525389 办公地址：北京市西城区月坛南街59号5层501-1、501-26、501-27	联系电话：027-59219121 办公地址：湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	联系电话：0531-85181099 办公地址：山东省济南市历下区泺源大街150号中信广场主楼七层703、705室	联系电话：0371-86533821 办公地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）普惠路80号1号楼2单元23层2301号
长沙营业部	青岛分公司	四川分公司	天津营业部
联系电话：0731-82898510 办公地址：湖南省长沙市芙蓉区五一大道618号银华大酒店18楼1801	联系电话：0532-88697833 办公地址：山东省青岛市崂山区秦岭路6号农商财富大厦8层801室	联系电话：028-83279757 办公地址：四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	联系电话：022-87560712 办公地址：天津市南开区长江道与南开三马路交口融汇广场2-1-1604、1605、1606
机构业务部	机构事业一部	机构事业二部	机构事业三部
联系电话：020-22836158 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836155 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836182 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	联系电话：020-22836185 办公地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
广期资本管理（上海）有限公司			
联系电话：021-50390265			
办公地址：上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室			