

国内降准，美联储缩表临近，未来货币怎么走？

核心观点：

1、此次降准时点符合市场预期，但幅度低于预期，其背后主要反映了以下三点：1) 当前市场流动性仍然充裕，除此之外定向降准以及结构性政策均有发力；2) 引导金融机构积极运用降准资金支持受疫情严重影响行业和中小微企业。此次降准虽然低于调整惯例，但定向降准幅度不小，凸显了结构性问题针对性解决思路；3) 此次降准降低金融机构资金成本每年约 65 亿元，通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。降准幅度之所以克制，一是由于降准空间不多了，二则当前的症结主要在于疫情打断了经济恢复的节奏，市场缺的不是资金，而是居民以及企业花长钱的意愿和信心。

2、中美利差倒挂并不会掣肘国内货币政策，参考上一轮倒挂期间的货币政策表现来看，降准以及结构性政策的概率大于降息，但是当下不断降低金融机构负债成本的思路也意味着未来仍有降息可能。

风险提示：疫情不确定性

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章	国内降准，海外缩表，未来货币政策怎么走？	3
1.1.	这次降准，有哪些预期差？	3
1.2.	中美利差倒挂会影响未来货币政策走向吗？	4
	免责声明	7

第1章 国内降准，海外缩表，未来货币政策怎么走？

事件：中国人民银行决定于2022年4月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）。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，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，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%。

中国人民银行决定于2022年4月25日下调金融机构存款准备金率

字号 大 中 小 文章来源：沟通交流 2022-04-15 18:14:39

[打印本页](#) [关闭窗口](#)

为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，中国人民银行决定于2022年4月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）。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，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，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%。

中国人民银行将坚持稳字当头，稳中求进，继续实施稳健的货币政策，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，激发市场活力，支持重点领域和薄弱环节融资，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。（完）

1.1. 这次降准，有哪些预期差？

自3月国内陷入疫情困扰以来，市场对于降准降息的预期比较足，尤其是4月上海疫情明显加剧了市场对于今年稳增长的信心，国常会两次吹风降准，央行紧随吹风，市场对于近期降息降准的预期可谓是达到最足，尤其是降准预期。

4月15日，MLF到期等量续作，保持MLF利率不变，然后周五晚间，央行正式宣告降准，但是降准幅度低于0.5个百分点的惯例和市场预期。

首先，此次降准是全面降准+定向降准的组合，在普降的基础上，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，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。

对于降准的目的以及幅度的确定，主要基于以下几点：

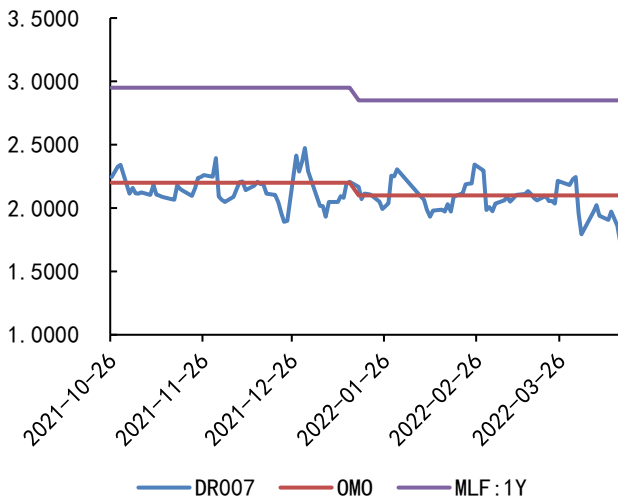
1) 当前流动性仍然充裕，市场不缺资金，缺需求。当前流动性已处于合理充裕水平。此次降准的目的，一是优化金融机构资金结构，增加金融机构长期稳定资金来源，增强金融机构资金配置能力，加大对实体经济的支持力度。目前来看，经济下行压力大，政策支持力度上升理所应当，但是，当前的症结并不在于宽货币，而在于市场信心和需求端。本身经济面临三重压力，但疫情的扰动很显然加剧甚至超过了市场之前的所有担忧，因为疫情，人流、物流限于停顿状态，不确定的增加导致居民收入下降、预防性储蓄意愿明显抬升，而地产政策尽管不断放松，但是居民中长期贷款意愿始终没有起来，部分企业也受到疫情影响暂停生产等等，目前的问题在于宽信用的信心没有建立，并不是没有资金，而其中最关键的还是控制住当下的疫情。

2) 引导金融机构积极运用降准资金支持受疫情严重影响行业和中小微企业。此次降准虽然低于调整惯例，但定向降准幅度不小，凸显了结构性问题针对性解决思路。此外，4月15日，人民银行召开会议，传达国务院专题会议精神，研究部署统筹疫情防控和经济发展，加大对物流畅通和产业链供应链稳定的金融支持。人民银行将运用再贷款、再贴现等多种货币政策工具，支持和引导金融机构加大金融支持力度，对运输物流

企业和货运司机开辟“绿色通道”，合理给予贷款展期和续贷安排，增加民航运输信贷投放，建立信贷、债券融资对接机制，发挥应收账款服务平台作用，支持产业链供应链稳定循环。除了定向降准外，为应对疫情冲击，后续相关的结构性政策仍有望进一步加码。

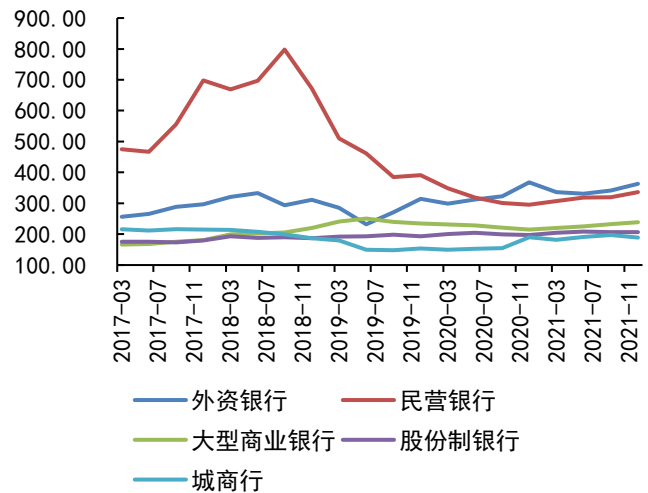
3) 此次降准降低金融机构资金成本每年约 65 亿元，通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。在此前的宏观额二季度展望——《迎难而上》中我们提到，降准有利于释放长期资金的同时又降低了银行负债端成本，措施出台的概率要高于降息，此次货币政策举措也是进一步验证了我们的判断。从目前来看，央行全面降准较为克制，意味着要珍惜当下的降准空间，另外，在近期的银保监会以及银行市场利率机制会议中提到了鼓励中小银行存款利率浮动上限下调 10 个基点左右、鼓励大型商业银行以及优质银行降低实际拨备覆盖率水平等，上述举措都指向降低银行负债成本、实际推动银行增加信贷投放等。

图 1.1.1: DR007 近期处于较低水平 (%)



数据来源: iFinD 南华研究

图 1.1.2: 拨备覆盖率降低有利于金融向实体让利



数据来源: iFinD 南华研究

1.2. 中美利差倒挂会影响未来货币政策走向吗?

疫情对国内经济的下行压力明显超出市场预期，而海外美联储已然加入紧缩周期，3 月正式加息，目前市场预期 5 月加息 50bp 的同时也要开始启动缩表，中美利差在货币周期、经济周期错位的综合作用下出现倒挂，是否会阻碍国内货币政策宽松呢?

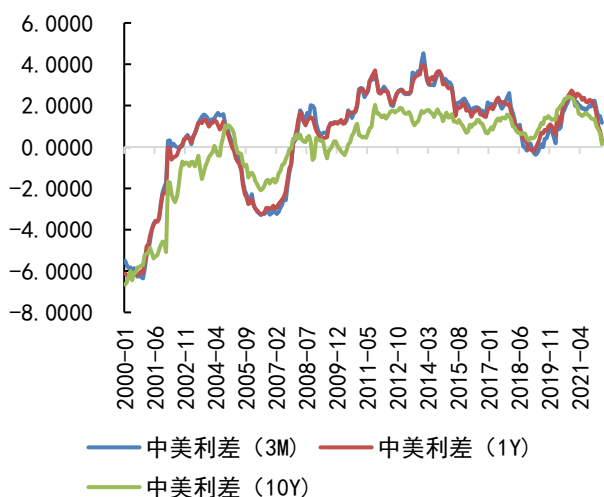
首先，对国内货币政策而言，中美利差不会对货币政策形成掣肘，原因主要有以下三点：

1) 上一轮中美利差倒挂期间国内持续宽松。在 2010 年之前，中美利差倒挂比较常见，但 2010 年以来，中美利差倒挂较为罕见，尤其是此次 10Y 中美利差倒挂更是 2010 年来首次。我们回顾上一轮倒挂期间的表现来看，在上一轮倒挂的 2018-2019 年，尽管中美利差倒挂，但是央行在此期间持续降准，并未因倒挂暂停宽松；

2) 但是不可否认，倒挂会价格类政策工具的确会形成掣肘。尽管不断降准，降息这一类举措在倒挂期间并未出现，直至 2019 年 9 月，美联储缩表周期即将结束的时候，国内再次开启降息。因此，从上一轮倒挂来看，在利差倒挂期间，对于价格类工具的运用或较为谨慎。但是，目前国内货币宽松的重点显然是降低金融机构成本来为实体经济放水，所以未来政策利率乃至 LPR 仍具有下调的可能性。

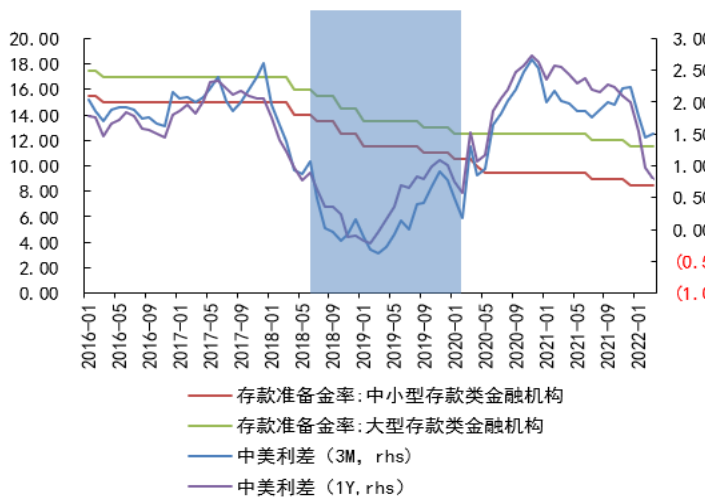
3) 利差倒挂是中美货币周期错位的结果，根本原因还是中美经济表现所决定的，中美利差倒挂不会持续很长时间。长期利率主要反映经济增长，随着中国走出疫情困扰、稳增长政策逐渐发力及见效，美国在加息以及缩表加速的二季度可能面临内需以及经济回落的现实，所以中美利差的倒挂预计不会持续太长时间。

图 1.2.1: 2010 年后中美利差倒挂较为罕见 (%)



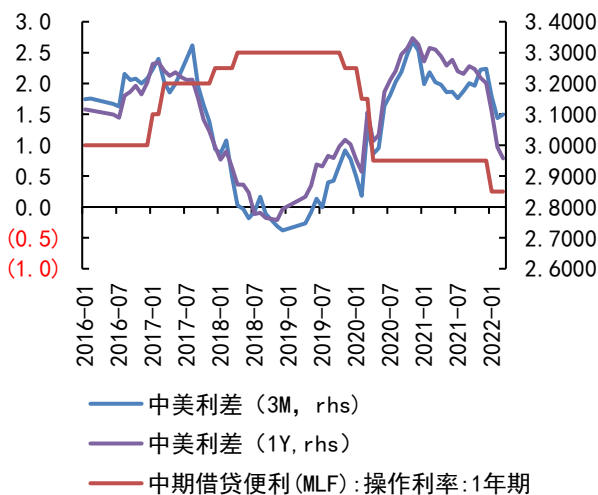
数据来源: iFinD 南华研究

图 1.2.2: 上一轮倒挂期间央行持续降准 (%)



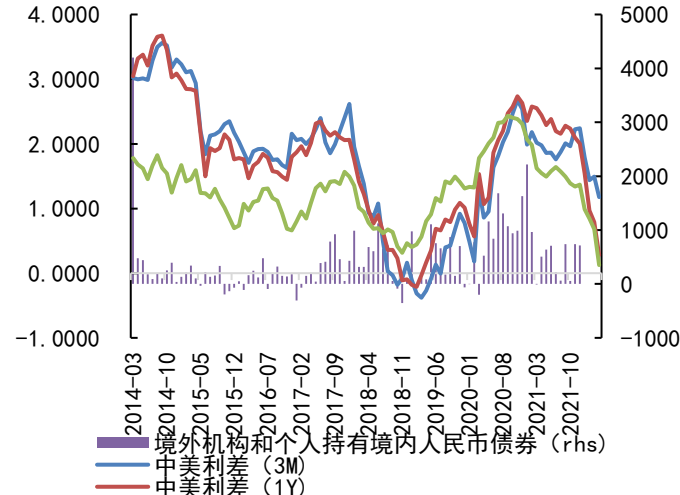
数据来源: iFinD 南华研究

图 1.2.3: 利差倒挂确实对降息形成掣肘 (%)



数据来源: iFinD 南华研究

图 1.2.4: 此次中美利差倒挂人民币明显更有空间



数据来源: iFinD 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点