

降准落地，宽松效果几何？ ——央行全面降准解读

■ 证券研究报告

分析师：陈兴
SAC 证书编号：S0160523030002
chenxing@ctsec.com

分析师：谢钰
SAC 证书编号：S0160523080003
xieyu01@ctsec.com

相关报告

1. 《【财通宏观陈兴团队】降准的信号：宽松这边独好——央行全面降准解读》
2023-03-17

核心观点

- ❖ 事件：9月14日，中国人民银行宣布于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率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约为7.4%。
- ❖ 降准依旧在季末。央行宣布全面降准0.25个百分点，这是3月后的年内第二次降准，下调后金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%。从金融机构的角度看，首先，季末往往是信贷投放的旺季，银行负债端压力有所上升；其次，9月仍是专项债发行高峰期，叠加地方政府化债工作的持续推进，资金需求仍大；最后，当前MLF余额较高且9-12月的到期量较大，降准有助于降低银行负债成本并改善资金结构。
- ❖ 资金利率有望趋稳。9月初以来，资金面持续收敛，打破了以往月初转松的规律，央行也罕见地在月初连续进行大额逆回购操作以应对资金面的波动。考虑到经济修复的内生动能有待加强、商业银行净息差压力也较大，通过降准释放低成本长期资金、助力信贷稳定投放的必要性仍强。本次全面降准0.25个百分点，我们估算，约能释放5000-6000亿元左右的中长期资金，将进一步弥补流动性缺口，并使资金利率中枢趋于稳定。
- ❖ 货币宽松不会止步。降准一定程度上能够起到稳定预期的效果，已成为流动性管理的常规工具，在必要时出台以补充流动性缺口。从缓解企业成本的角度来看，降息比降准的作用更直接和明显，考虑到实际利率仍在高位，依然制约着各主体的加杠杆意愿，我们认为四季度货币政策有望进一步宽松，来推动信贷和经济的修复。
- ❖ 汇率不必过分担忧。当前美联储加息接近尾声，人民币汇率贬值压力趋于减弱，宽松货币政策对汇率虽有贬值反馈，但不必过分担忧。一方面，汇率与出口增速在我国同向波动，出口增速触底回升有利于汇率的企稳；另一方面，人民币汇率相对美元单边超调，预计年底人民币汇率大概率趋升而非贬值。
- ❖ 风险偏好趋于走稳。从历次降准后债市的表现来看，降准缓解了银行负债端压力，促进资金成本下行，长端利率往往出现阶段性下行。权益方面，继6月、8月两度降息后，此次降准释放出货币持续宽松的积极信号，表明稳增长政策正不断发力并落地生效，有利于提振权益市场信心。
- ❖ 风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

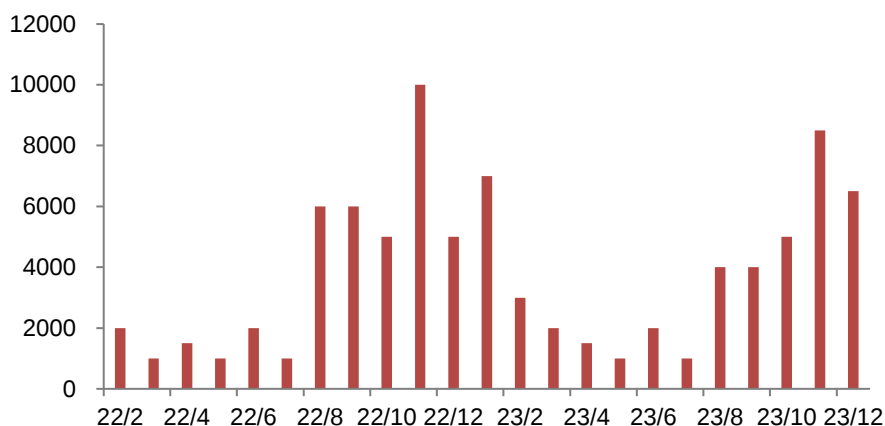
图表目录

图 1. MLF 到期量 (亿元)	3
图 2. DR007 和 7 天逆回购利率 (%)	4
图 3. 名义和实际利率 (%)	4
图 4. 人民币兑美元汇率及出口金额同比增速.....	5
图 5. 1 年期和 10 年期国债收益率 (%)	5

事件：9月14日，中国人民银行宣布于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率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约为7.4%。

降准依旧在季末。央行宣布全面降准0.25个百分点，这是3月后的年内第二次降准，下调后金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%。从金融机构的角度看，**首先**，季末往往是信贷投放的旺季，银行负债端压力有所上升；**其次**，9月仍是专项债发行高峰期，叠加地方政府化债工作的持续推进，资金需求仍大；**最后**，当前MLF余额较高且9-12月的到期量较大，降准有助于降低银行负债成本并改善资金结构。

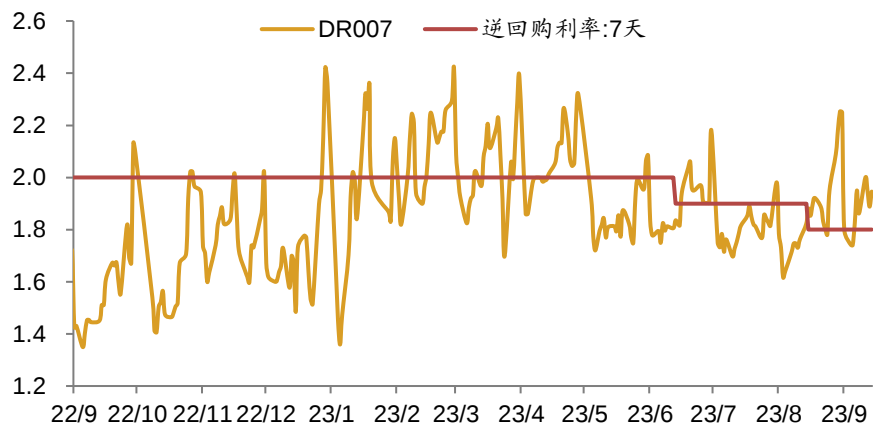
图1.MLF到期量（亿元）



数据来源：WIND，财通证券研究所

资金利率有望趋稳。9月初以来，资金面持续收敛，打破了以往月初转松的规律，央行也罕见地在月初连续进行大额逆回购操作以应对资金面的波动。考虑到经济修复的内生动能有待加强、商业银行净息差压力也较大，通过降准释放低成本长期资金、助力信贷稳定投放的必要性仍强。本次全面降准0.25个百分点，我们估算，约能释放5000-6000亿元左右的中长期资金，将进一步弥补流动性缺口，并使资金利率中枢趋于稳定。

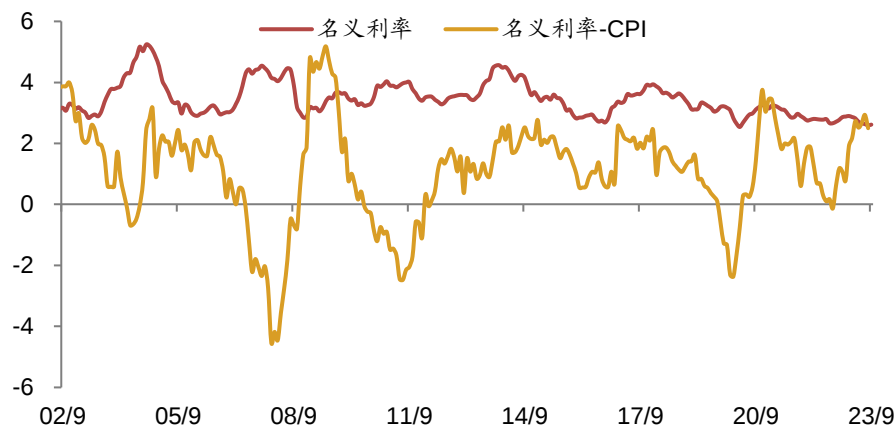
图2.DR007 和 7 天逆回购利率 (%)



数据来源：WIND，财通证券研究所

货币宽松不会止步。降准一定程度上能够起到稳定预期的效果，已成为流动性管理的常规工具，在必要时出台以补充流动性缺口。从缓解企业成本的角度来看，降息比降准的作用更直接和明显，考虑到当前实际利率仍在高位，依然制约着各主体的加杠杆意愿，我们认为四季度货币政策有望进一步宽松，来推动信贷和经济的修复。

图3.名义和实际利率 (%)



数据来源：WIND，财通证券研究所

汇率不必过分担忧。当前美联储加息接近尾声，人民币汇率贬值压力趋于减弱，宽松货币政策对汇率虽有贬值反馈，但不必过分担忧。一方面，汇率与出口增速在我国往往同向波动，出口增速的触底回升将有利于汇率的企稳；另一方面，人民币汇率相对美元单边超调，我们预计年底人民币汇率大概率趋升而非贬值。

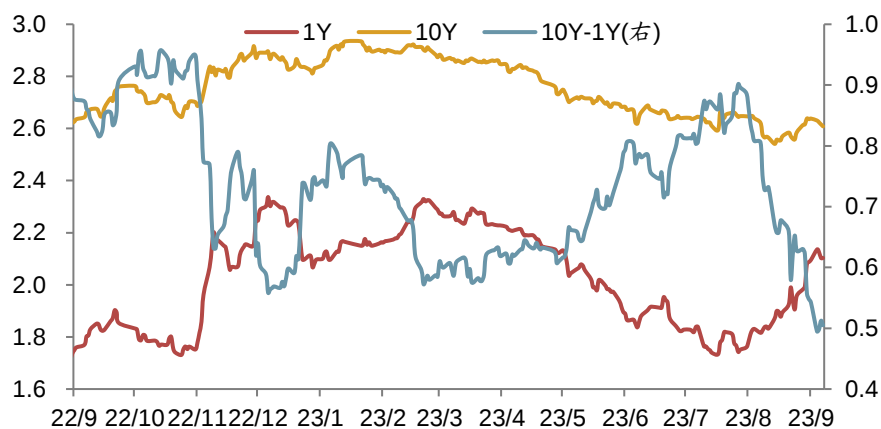
图4.人民币兑美元汇率及出口金额同比增速



数据来源：WIND，财通证券研究所

风险偏好趋于走稳。从历次降准后债市的表现来看，降准缓解了银行负债端压力，促进资金成本下行，长端利率往往出现阶段性下行。权益方面，继6月、8月两度降息后，此次降准释放出货币持续宽松的积极信号，表明稳增长政策正不断发力并落地生效，有利于提振权益市场信心。

图5.1 年期和 10 年期国债收益率 (%)



数据来源：WIND，财通证券研究所

风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

信息披露**● 分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或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。