

【宏观快评】

降准不必然对应银行间流动性宽松

——9月15日央行降准点评

事 项

2023年9月15日，中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%。我们对此点评如下：

❖ 核心观点

- 1、降准只是流动性调节的工具，不必然对应银行间流动性的松紧。
- 2、政策防止汇率过快超调的背景下，银行间利率短期或仍有扰动。
- 3、降息仍可期待。化债+稳增长诉求下，利率下行趋势较为确定。

❖ 如何理解降准？——降准本质是流动性调节的工具

- 1、**结论：**降准本质是流动性调节的工具，降准不必然对应银行间流动性宽松，降准过后银行间流动性的松紧要结合资金供需综合判断。
- 2、**理论依据：**参考调统司司长阮健弘在2019年发表的工作论文《流动性的客观评估与合理调节》表述：“法定存款准备金率作为流动性调节工具，其运用一方面要与其他政策工具相配合，另一方面要与流动性需求相适应，不能仅通过法定存款准备金率的调整来判断货币政策的松与紧。”
- 3、**实证经验：**2021年7月降准过后，DR001的五日均值从1.98%抬升至2.13%；2022年4月降准过后，DR001的五日均值从1.29%抬升至1.48%。

❖ 当下流动性的需求如何？——三方面原因对应流动性需求客观较大

- ①**专项债有加速发行的诉求。**新增专项债要在2023年9月底之前发行完毕。根据测算，当下仍有6800亿专项债尚未发行完毕。
- ②**信贷投放力度有望加大。**8月金融监管部门联合召开的会议表示，主要金融机构要主动担当作为，加大贷款投放力度，国有大行要继续发挥支柱作用。
- ③**9月本身是季末时点，存在监管考量的因素。**流动性指标等监管考核也会使金融机构流动性需求上升。

❖ 当下流动性的供给如何？——债权工具用的够多了，该降准了

- ①**降准只是调节流动性的一种工具。**央行有多种货币政策工具向实体投放流动性，这些工具包含降准，公开市场操作，中期借贷便利（MLF）以及各类结构性工具等等。
- ②**调节流动性的工具可分为两类，第一类是MLF，结构性工具，公开市场操作等等，这一类统称为债权工具，主要影响央行资产负债表资产端科目的“对其他存款性公司债权”；另一类则是降准。**
- ③**历史经验来看，短期债权工具的运用量越大，央行降准的概率越高。**根据央行8月最新公布数据来看，8月央行对其他存款性公司债权/央行总资产比值为35.23%，是有史以来的最高值。这意味着当下债权工具投放量较大。

❖ 短期货币政策如何理解？

- ①**银行间利率方面，**结合前期报告《降息后，钱为何紧了？》，政策防止汇率过快超调的背景下，即便降准过后，银行间利率短期或仍有扰动。
- ②**对于政策利率而言，**我们认为降息仍然可期。工业企业利润同比不转正，出口社零增速维持低位，完成经济目标存在压力，这些因素都是支撑降息的因素。具体参考前期报告《降息是一种明确的“选择”》。
- ③**对于贷款利率（LPR）而言，**考虑到8月降息过后，LPR并未大幅调整，或对应当下央行降成本的主要目的是针对置换居民债务和化解政府隐性债务。由此推断，本轮降准带动LPR顺势下行的概率相对较低。

❖ 风险提示：货币政策超预期

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500887
邮箱：zhangyu3@hcyjs.com
执业编号：S0360518090001

证券分析师：文若愚

电话：010-66500868
邮箱：wenruoyu@hcyjs.com
执业编号：S0360523060002

相关研究报告

《【华创宏观】美国通胀上行风险依然有限——美国8月CPI数据点评》

2023-09-14

《【华创宏观】三部门看当下经济状态——8月金融数据点评》

2023-09-12

《【华创宏观】10大行业稳增长方案透露哪些信息？——政策观察双周报第65期》

2023-09-12

《【华创宏观】物价见底但年内向上弹性或不足——8月通胀数据点评》

2023-09-10

《【华创宏观】剔除基数效应，对谁出口有回升？——8月进出口数据点评》

2023-09-08

目 录

一、如何理解降准？——流动性调节的工具	4
二、从供需评估流动性来看，当下降准的必要性较强	4
三、降准过后，货币政策怎么看？	5

图表目录

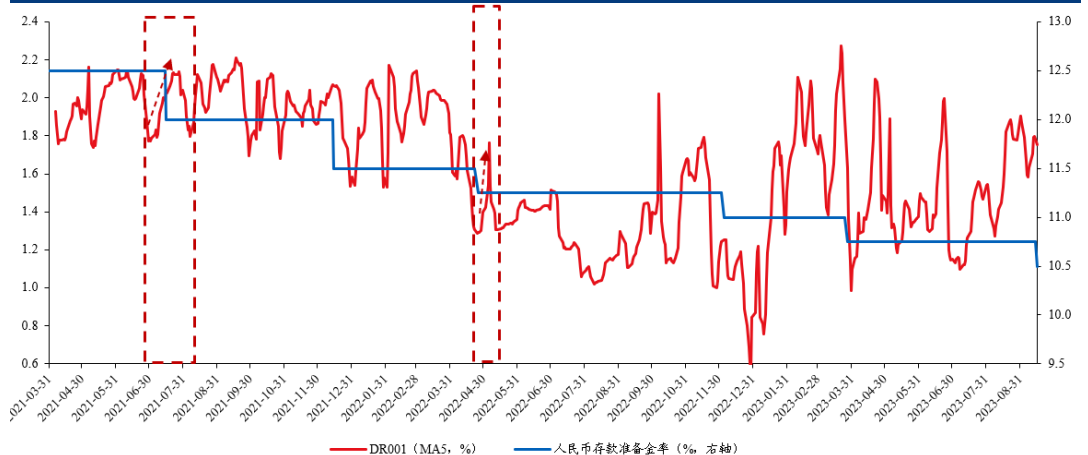
图表 1 降准过后，银行间利率不必然走低	4
图表 2 短期债权工具的运用量越大，央行降准的概率越高	5
图表 3 2022 年，逆周期因子影子显著，利率上行	5
图表 4 2023 年，逆周期因子影子显著，利率上行	5
图表 5 2019 年，逆周期因子影子显著，利率高位	6
图表 6 2018 年，逆周期因子并未持续显著	6
图表 7 2017 年，逆周期因子连续显著期间，利率均上行	6
图表 8 2016 年，逆周期因子连续显著期间，利率均上行	6

一、如何理解降准？——流动性调节的工具

降准本质是只是流动性调节的工具，降准过后银行间流动性的松紧要结合资金供需综合判断。对于这一问题的理解，可以参考调统司司长阮健弘在 2019 年发表的工作论文《流动性的客观评估与合理调节》表述：“法定存款准备金率作为流动性调节工具，其运用一方面要与其他政策工具相配合，另一方面要与流动性需求相适应，不能仅通过法定存款准备金率的调整来判断货币政策的松与紧。”

实证经验表明降准确实不必然对应短期银行间流动性的宽松。举例来看，2021 年 7 月 15 日降准过后，DR001 的五日均值从 1.98% 抬升至 2.13%；2022 年 4 月 25 日降准过后，DR001 的五日均值从 1.29% 抬升至 1.48%。

图表 1 降准过后，银行间利率不必然走低



资料来源：wind，华创证券

二、从供需评估流动性来看，当下降准的必要性较强

从需求层面来看，当前时点商业银行的流动性需求的压力客观较大，三方面原因：

①专项债有加速发行的诉求。结合 21 世纪经济报道，监管部门通知地方要求新增专项债要在 2023 年 9 月底之前发行完毕。根据我们测算，当下仍有 6800 亿专项债尚未发行完毕。

②信贷投放力度有望加大。结合 21 世纪经济报道，“8 月 18 日金融监管部门联合召开的会议表示，主要金融机构要主动担当作为，加大贷款投放力度，国有大行要继续发挥支柱作用。要注重保持好贷款平稳增长的节奏，适当引导平缓信贷波动，增强金融支持实体经济力度的稳定性。”

③9 月本身是季末时点，存在监管考量的因素。流动性指标等监管考核也会使金融机构流动性需求上升。

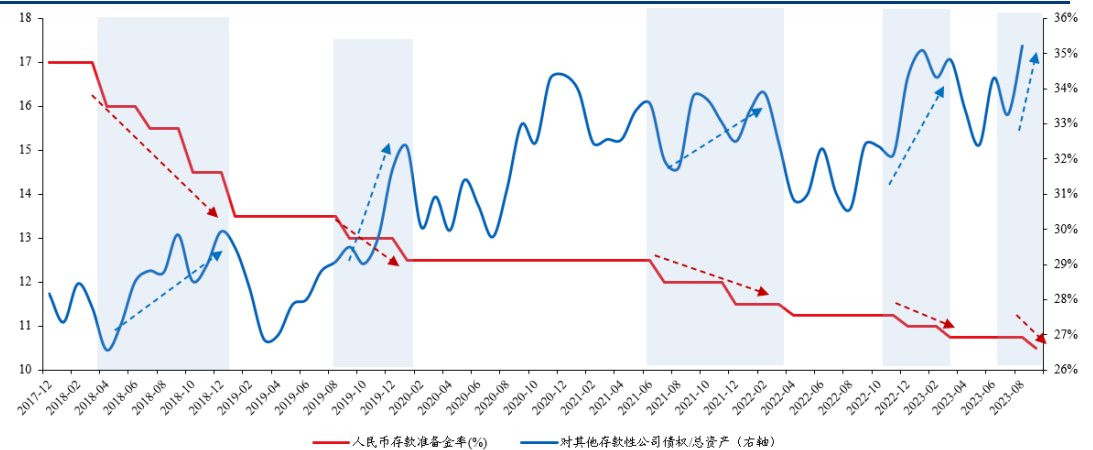
从供给视角来看，当下央行降准存在较强的必要性。具体原因如下：

①降准只是调节流动性的一种工具。参照货政司司长邹澜的表述：“降准、公开市场操作、中期借贷便利，以及各类结构性货币政策工具都具有投放流动性的总量效应，需要统筹搭配、灵活运用，共同保持银行体系流动性合理充裕，综合评估存款准备金率政策，目标是保持银行体系流动性的合理充裕。”

②我们可以将调节流动性的工具分为两类，第一类是 MLF，结构性工具，公开市场操作等等，这一类统称为债权工具，主要影响央行资产负债表资产端科目的“对其他存款性公司债权”；另一类则为降准，主要影响的是央行资产负债表负债端基础货币的结构。

③历史经验来看，短期债权工具的运用量越大，央行降准的概率越高。数据观察发现，当“对其他存款性公司债权/央行总资产”这一比值快速抬升且突破前高时，对应短期央行为了投放流动性动用了大量的债权工具，在此情境下考虑“统筹搭配、灵活运用”，降准的必要性自然大幅提升。根据央行 8 月最新公布数据来看，8 月央行对其他存款性公司债权/央行总资产比值为 35.23%，是有史以来的最高值。

图表 2 短期债权工具的运用量越大，央行降准的概率越高

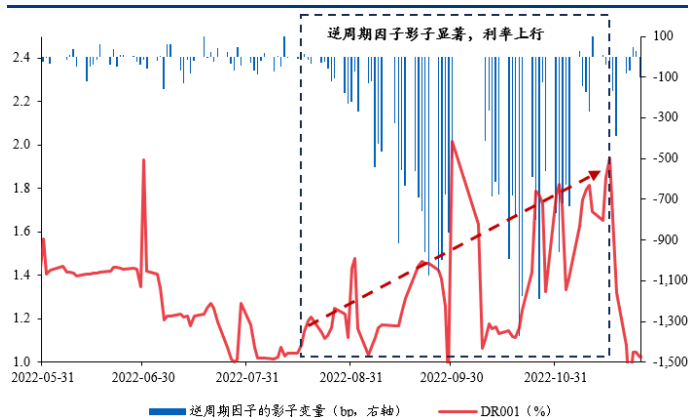


资料来源: wind, 华创证券

三、降准过后，货币政策怎么看？

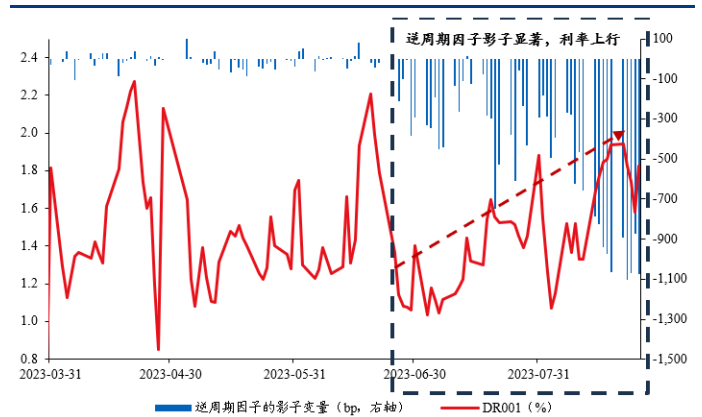
对于银行间利率来看，结合前期报告《降息后，钱为何紧了？》，政策防止汇率过快超调的背景下，银行间利率短期仍存扰动。

图表 3 2022 年，逆周期因子影子显著，利率上行



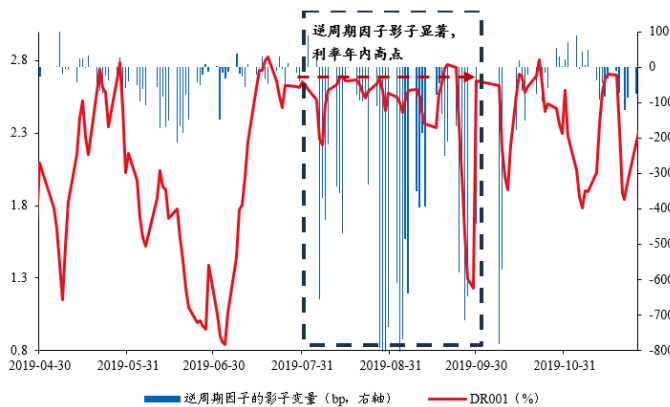
资料来源: wind, 华创证券

图表 4 2023 年，逆周期因子影子显著，利率上行



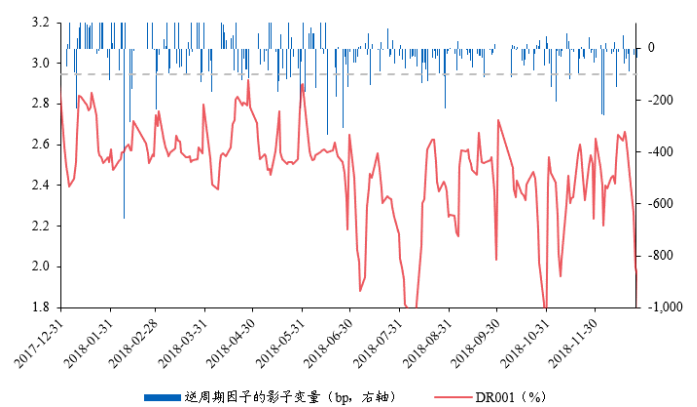
资料来源: wind, 华创证券

图表 5 2019 年，逆周期因子影子显著，利率高位



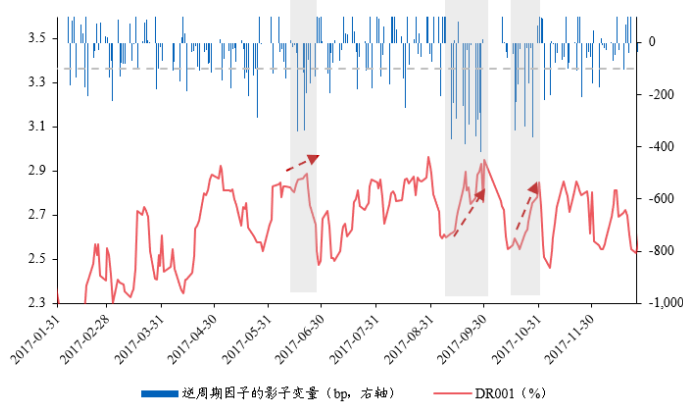
资料来源: wind, 华创证券

图表 6 2018 年，逆周期因子并未持续显著



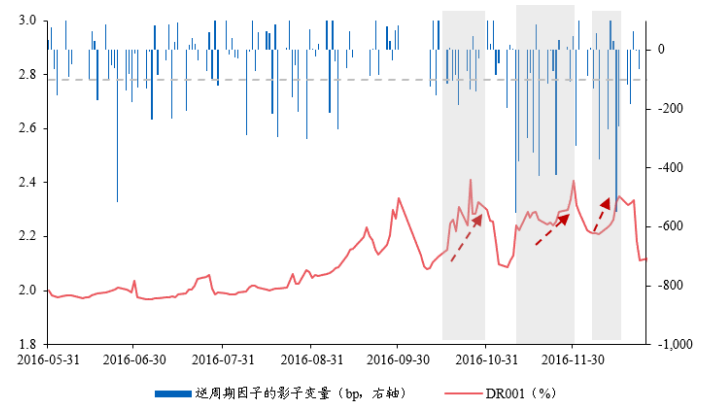
资料来源: wind, 华创证券

图表 7 2017 年，逆周期因子连续显著期间，利率均上行



资料来源: wind, 华创证券

图表 8 2016 年，逆周期因子连续显著期间，利率均上行



资料来源: wind, 华创证券

对于政策利率而言，我们认为降息仍然可期。工业企业利润同比不转正，出口社零增速维持低位，完成经济目标存在压力，这些因素都是支撑降息的因素。具体参考前期报告《降息是一种明确的“选择”》。

对于贷款利率（LPR）而言，考虑到 8 月降息过后，LPR 并未大幅调整，或对应当下央行降成本的主要目的是针对置换居民债务和化解政府隐性债务。由此推断，本轮降准带动 LPR 顺势下行的概率相对较低。

宏观组团队介绍

研究所副所长、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

副组长、高级分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

高级研究员：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：高拓

研究方向：财政政策。麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

助理研究员：李星宇

研究方向：大类资产。清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：夏雪

研究方向：海外宏观。中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
	张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹珂	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;

推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;

中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;

回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;

回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。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、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522