

央行再次降准，释放流动性支持经济增长

2023年3月降准

核心内容：

- **央行启动全面降准：力度较为克制** 2023年3月17日央行宣布下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。本次降准略超市场预期，降准的主要目的是保持流动性的合理充裕，本次降准力度较弱，预计释放资金6500亿元左右，为银行节约成本约65亿元。
- **降准为了补充银行流动性和节约银行成本** 2023年开年，商业银行的新增信贷大幅上行，存款也出现了历史性的上行。银行资金在大量耗用的同时，上缴的存款准备金同时上行，这增加了银行的负担。下调存款准备金率有助于增加银行长期资本以及节省资金成本。
- **降准有利于平稳货币市场利率** 2023年开始市场利率开始走高，同业拆借利率和存款机构质押回购利率均出现上行，银行的同业存款利率年初至今上行约20bps。上证所国债回购利率在3月10日之后快速攀升，1天收益率升至2.4%，14天2.9%，资金紧张蔓延至资本市场。为了平抑货币市场利率，保持流动性的合理充裕，央行在3月份中旬宣布再次降准。
- **降准支持政府信贷** 2023年政府债券提前下发，1-2月政府债券融资创历史新高，加上3月份的缴税期，对于市场流动性的冲击同样较大。3月份地方债发行规模继续上行，这种巨量的资金需求央行对资金市场予以支持。
- **降准对经济增长给与提前支持** 1-2月份经济上行速度偏缓，政府债券提前下发，房地产政策依然宽松，汽车消费优惠已经出台，3月份央行降准，这是宏观政策组合拳的运用，也是为了后续经济平稳上行提供资金支持。
- **3月对于货币政策压力较小：通胀低位和美国中小银行风险** 3月份美国中小银行发生了兑付危机，从而使得发达国家市场加息添加了一定的变数。从实际情况来看，我国货币市场利率等在3月10日之后有明显的抬升。在这种情况下，我国对于市场释放流动性也在一定程度对冲外围风险。从国内来看，通胀对于货币政策的掣肘较小，央行珍惜货币政策工具，启用了对外汇率冲击较小的降准来支持经济。
- **货币政策调整为稳货币+宽信用** 无论增加银行长期资本，支持其加大对制造业企业贷款，还是降低银行资金成本，引导融资利率下降，终极目标是为了增长而服务，这是降准的主要目的。本次降准之后货币市场收紧的预期被打破，货币政策回归稳货币，宽信用组合。3月之后中国经济上行速度可能加快，这种政策组合会持续上半年，而再次降准或者降息需要等到更明确的经济数据和美联储转向之后。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

目录

一、央行启动全面降准：力度较为克制	3
（一）降准略超市场预期	3
（二）释放的资金较为适量	3
二、降准的目的和时点	4
（一）补充银行流动性，节约银行成本	4
（二）平稳货币市场利率	5
（三）支持政府信贷	5
（四）对经济增长给与提前支持	6
（五）货币政策的压力较小：通胀低位和美国中小银行风险	7
三、货币政策调整为稳货币+宽信用	8

一、央行启动全面降准：力度较为克制

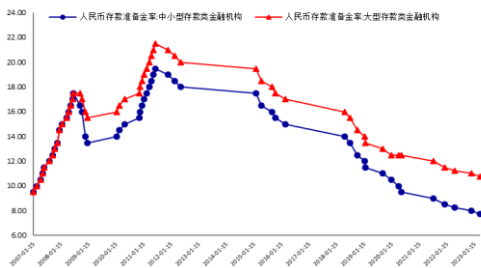
2023年3月17日央行宣布于2023年3月27日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），共计释放长期资金约6500万亿元。本次降准后大型存款类金融机构存款准备金率为10.75%，中小型存款类金融机构存款准备金率为7.75%。

（一）降准略超市场预期

本次降准略超市场预期，在央行强调“保持流动性合理充裕，保持广义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”的基础上，降准的主要目的仍然是以国内为主，保持流动性的合理充裕。

2020年后降准幅度逐年回落，2022年虽然经济困难，但市场流动性较为充裕，全面降准只开启了两次。而在2022年4季度使用利率工具较为艰难的情况下，12月份再次开启的降准。鉴于央行仍然强调流动性合理，所以降准幅度与去年12月份相当。2023年3月是本年度开启的第一次降准，预期下半年仍然有降准的可能。

图1：存款准备金率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图2：历年降准幅度（基点）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）释放的资金较为适量

本次降准力度较弱，预计释放资金6500亿左右，为银行节约成本约65亿元。2023年1月末人民币存款规模268.2亿元，其中企业存款73.8亿元，储蓄存款126.5亿元，机关团体存款32.6亿元，以此计算降准0.25%约释放6500亿元。

表1：2020年以来降准整理

日期	内容	影响	目标	
2020年1月1日	2019年12月23日，李克强总理视察程度银行，表示将进一步研究降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种举措	全面降准 ：2020年1月6日下调金融机构存款准备金率 0.5个百分点 （不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）	释放 长期资金8000多亿元 ，中小银行获得长期资金1200多亿元，降低银行资金成本 每年约150亿元	增加金融机构支持实体经济的稳定资金来源，降低社会和实体经济融资实际成本，特别是降低小微、民营企业融资成本
2020年3月13日	2020年3月10日国常会提出“抓紧出台普惠定向降准措施，并额外加大对股份银行的降准力度”	定向降准 ：2020年3月16日对达到考核标准的银行 定向降准0.5至1个百分点 。此外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点	释放 长期资金5500亿元	支持实体经济恢复发展，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
2020年4月3日	2020年3月31日，国常会提出“进一步实施对中小银行的定向降准，引导中小银行将获得的全部资金，以优惠利率向广大的中小微企业提供贷款”	定向降准 ：2020年4月15日和5月15日对农村金融机构和仅在省级行政区域内经营的城商行定向降准，分两次实施到位， 每次下调0.5个百分点 。超额存款准备金率从0.72%下调到0.35%	释放 长期资金约4000亿元	支持实体经济恢复发展，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
2021年7月9日	2021年7月7日国常会决定，针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响…保持货币政策稳定性、增强有效性， 适时运用降准等货币政策工具	全面降准 ：2021年7月15日下调金融机构存款准备金率 0.5个百分点 （不含已执行5%存款准备金率的金融机构）	释放 长期资金约1万亿元	有效提升金融服务能力，更好支持实体经济，进一步增强经济活力
2021年12月6日	2021年12月3日国务院总理李克强在中南海紫光阁视频会见国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃时表示，中国将继续统筹疫情防控和经济社会发展… 适时降准 ，加大对实体经济特别是中小微企业	全面降准 ：2021年12月15日下调金融机构存款准备金率 0.5个百分点 （不含已执行5%存款准备金率的金融机构）	释放 长期资金约1.2万亿元 ，降低金融机构资金成本每年约150亿元	做好今明年宏观政策衔接，支持中小企业、绿色发展、科技创新，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
2022年4月15日	2022年4月13日国常会提出鼓励具备水平较高的大型银行有序降低拨备率， 适时运用降准等货币政策工具 ，进一步加大金融对实体经济特别是受疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户支持力度，向实体经济合理让利，降	全面降准 ：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）。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，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%。	释放 长期资金约5300亿元 ，降低金融机构成本每年约65亿元	(1) 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；(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；(3) 通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。
2022年11月25日	2022年11月22日国常会提出加大对民营企业融资的支持力度， 适时适度运用降准等货币政策工具 ，保持流动性合理充裕	全面降准 ：2022年12月5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）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.8%。	释放 长期资金约5300亿元 ，降低金融机构成本每年约56亿元	(1) 保持流动性合理充裕，保持货币信贷总量合理增长，落实稳经济一揽子政策措施；(2) 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，支持受疫情严重影响行业和中小微企业；(3) 通过金融机构传导可促进降低实体经济综合融资成本。
2023/3/17		全面降准 ：2023年3月27日降低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）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。	释放 长期资金约6500亿元	(1) 为推动经济实现质的有效提升和量的合理增长；(2) 打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平；(3) 保持银行体系流动性合理充裕。

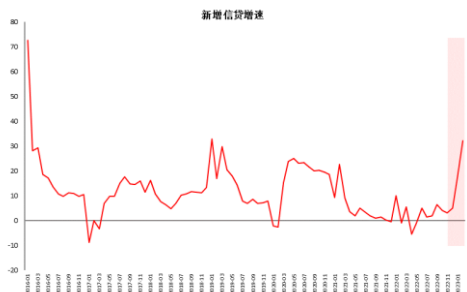
资料来源：中国银河证券研究院整理

二、降准的目的和时点

(一) 补充银行流动性，节约银行成本

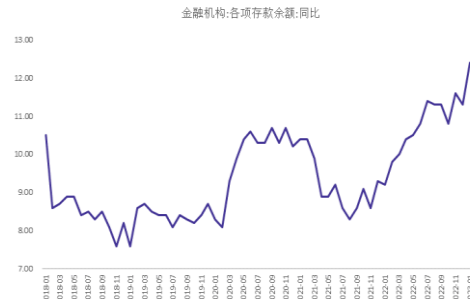
2023年开年，商业银行的新增信贷大幅上行，1-2月份银行新增贷款达到6.7亿元，创出历史新高。表内信贷在消耗商业银行的资金，同时，1-2月份银行存款也出现了历史性的上行，存款总额上行了9.7亿元，这主要是居民存款意愿大幅上行的影响。银行资金在大量耗用的同时，上缴的存款准备金同时上行，这增加了银行的负担。鉴于此，下调存款准备金率有助于商业银行节省资金成本。

图3：商业银行新增贷款增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图4：各项存款余额增速 (%)



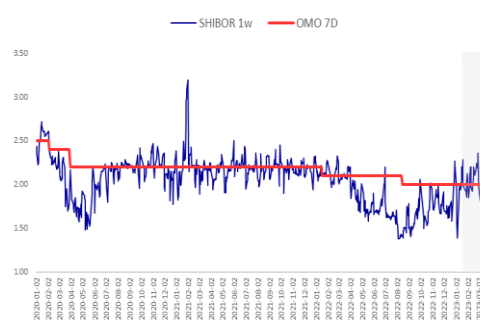
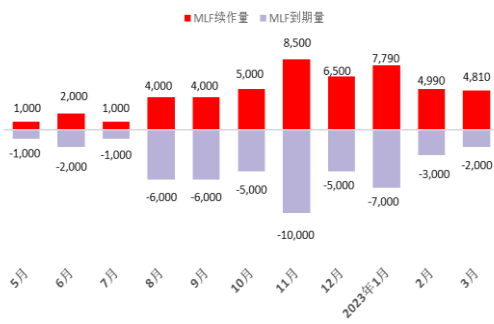
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 平稳货币市场利率

银行缺少长期的稳定资金，导致 2023 年开始市场利率开始走高。衡量货币市场利率的同业拆借利率和存款机构质押回购利率均出现上行，从 2022 年 12 月份的平均价 1.75% 上行至 2.0% 以上，上行幅度较为明显。银行的资金紧张也直接影响了银行的同业存款利率，年初至今上行约 20bps。资金的紧张在 3 月份中再次上行，上证所国债回购利率在 3 月 10 日之后快速攀升，1 天收益率攀升至 2.4%，14 天收益率达到 2.9%，说明货币市场资金紧张蔓延至了资本市场。为了平抑货币市场利率，保持流动性的合理充裕，央行在 3 月份中旬宣布再次降准。

图 5: MLF 超量续作 (%)

图 6: Shibor 利率 (%)

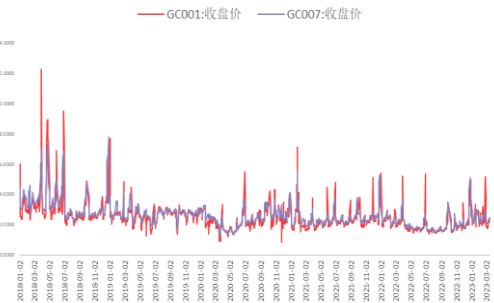


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7: 上证所国债回购利率 (%)

图 8: 同业存单收益率 (%)



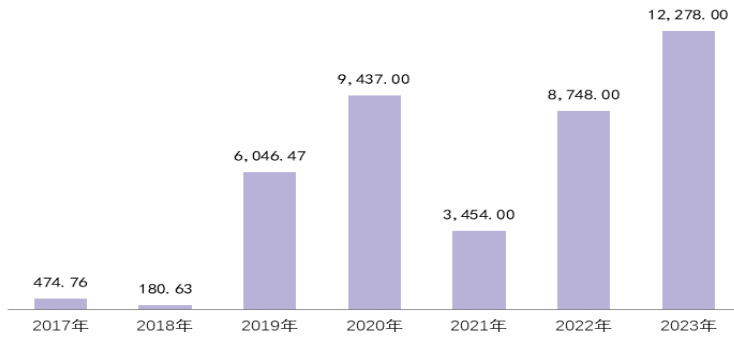
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 支持政府信贷

2023 年政府债券提前下发，加上 3 月份的缴税期，对于市场流动性的冲击同样较大。1-2 月份政府债券净融资 1.22 万亿，创出历史新高。3 月份地方债发行规模可能与 2 月份相当，达到 8000 亿，这种巨量的资金需求央行对资金市场予以支持。

图 9: 政府债券融资 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

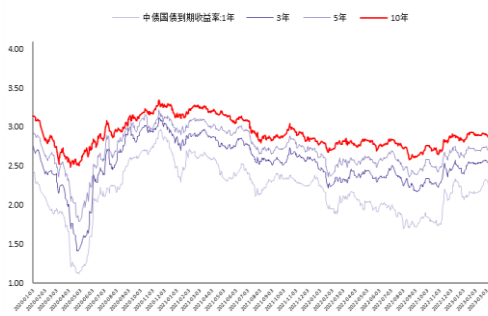
(四) 对经济增长给与提前支持

2022年底的中央经济工作会议指出,我国2023年的经济工作主要是打好几套组合拳:一是宏观政策的组合拳,二是扩大需求的组合拳,三是改革的组合拳,四是防范化解风险的组合拳。

货币市场利率自年初开始上行,3月份略有加速,尤其是上证所国债逆回购利率走高,显示了货币市场的紧张。这种紧张暂时未传递至债券市场,3月份信用利差仍然下行,但是如果放任资金紧张,最终会使得全社会利率的抬升。

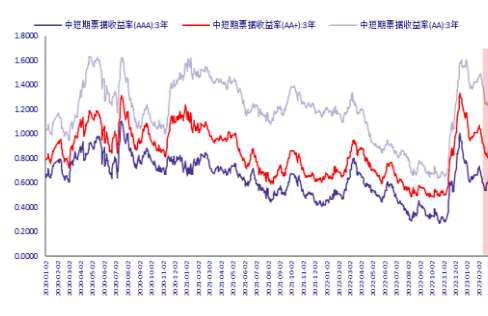
从经济增长来讲,1-2月份经济仍然在恢复过程中,上行速度偏缓,为了支持经济政府债券提前下发,房地产政策依然宽松,汽车消费优惠已经出台,3月份央行降准,这是宏观政策组合拳的运用,也是为了后续经济平稳上行提供资金支持。

图 10: 国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

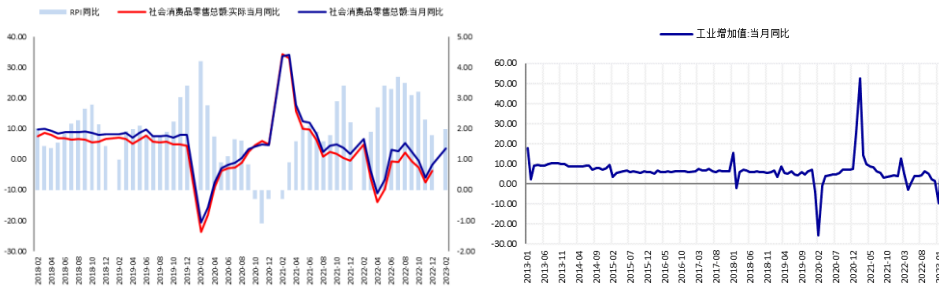
图 11: 信用利差 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12: 消费弱勢回升 (%)

图 13: 工业增加值增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

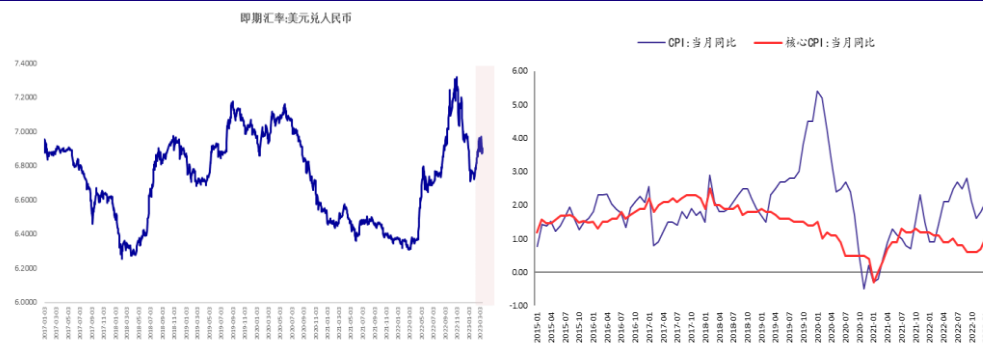
(五) 货币政策的压力较小：通胀低位和美国中小银行风险

3 月份美国中小银行发生了兑付危机，欧洲的瑞信银行自身也陷入困境，从而使得发达国家市场加息添加了一定的变数。这对我国的影响分为几个方面：(1) 美国银行问题会导致相关的创业公司、投资基金的损失，会使得我国相关联的企业和资金受到影响；(2) 出现金融风险后，全球风险资产受到压制，这种情绪会蔓延到我国；(3) 全球汇率、债市、大宗商品受到影响会影响我国相关产品和进出口变化；(4) 美国银行业受到监管影响会更加惜贷，从而对实体经济支持不足，带来宏观经济回落；另一方面，银行业的资金需求加大，带来了全行业的资金紧张，这会让美联储考虑加息的过程更加谨慎；(5) 从实际情况来看，我国货币市场利率等在 3 月 10 日之后有明显的抬升。在这种情况下，我国对于市场释放流动性也在一定程度对冲外围风险。

另一方面，从国内来看，我国通胀仍然在较低的水平运行。同时受到海外市场的冲击，大宗商品价格走低，对于通胀更加无需担忧。通胀对于货币政策的掣肘较小，央行珍惜货币政策工具，启用了对外汇率冲击较小的降准来支持经济。

图 14: 人民币汇率 (%)

图 15: 工业增加值增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、货币政策调整为稳货币+宽信用

无论增加银行长期资本，支持其加大对中小微企业贷款，还是降低银行资金成本，引导融资利率下降，终极目标是为了稳增长而服务，这也是本次降准的主要目的。本次降准之后货币市场收紧的预期被打破，货币政策回归稳货币，宽信用组合。

3月之后中国经济上行速度可能加快，这种政策组合会持续上半年，而再次降准或者降息需要等到更明确的经济数据和美联储转向之后。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn