

# 3月17日降准点评

## 降准旨在填补流动性缺口

事件：北京时间3月17日，中国人民银行决定于2023年3月27日降低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7.6%。我们认为此次降准虽时间略超预期，但在当前经济复苏起步、流动性相对紧张的阶段，降准释放长期资金仍具有必要性和迫切性。往后来看，我们认为：1. 本次降准是今年两会后的第一次降准，一定程度上传递出了货币政策保持平稳的信号，市场无需过度担心政策收力；2. 稳增长背景下，信贷增长仍将保持稳定性和持续性，从今年中期资金供给角度上来看后续仍有1-2次降准空间，但时点可能相对后移，此外按照降准1个百分点大致带动LPR报价下行5BP的规律来看，本月LPR报价有一定小幅下调可能。

- **本次降准时点是否合意？本轮降准力度符合预期，但降准时点略超预期。**一方面，国常会并未预告。从近十次降准节奏来看，降准往往紧跟于国常会宣布之后落地，但本次降准之前国常会并未预告。不过，在国新办举行的“权威部门话开局”系列主题新闻发布会中，易纲行长提及“用降准的办法来提供长期的流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式”，尽管未暗示降准时间节点，但仍向市场明确降准下有空间。
- **另一方面，本次降准紧跟超额续作中期借贷便利。**今年一季度中期借贷便利分别净投放790亿元、1990亿元、2810亿元，多月净投放使得降准预期有所下调。且后续二季度中期借贷便利总回笼仅4000亿元，不太构成降准置换中期借贷便利的理由。
- **降准仍具有必要性和迫切性。**尽管降准时点略超预期，但降准必要性仍然存在。主要包括以下三点理由：
- **市场仍需流动性呵护。**开年以来资金面波动较大，自1月3日起DR007利率共有28个交易日超过7天逆回购利率，绝对水平和波动率超出央行合意水平，且2月跨月后资金利率再度呈现单边上行。从央行操作上来看，2月央行启用了巨额逆回购对冲资金面紧张，其中2月22日7天逆回购余额最高达到10460亿元，但短期资金对于流动性改善效果有限。3月跨季期间市场仍需中长期流动性供给呵护。
- **长期资金投放填补流动性缺口。**1-2月信贷回暖效果良好，对于超储消耗有所增加。根据货币当局资产负债表测算，2023年1月超储率大致为1.03%，相较去年12月实际值2%水平大幅下降。随着金融系统扩表，超储规模扩张需要相应的长期资金投放，以2022年为例，上缴结存利润和两次降准分别投放1.13万亿元和1万亿元长期资金，共计约2万亿元长期资金，对应至2023年，长期资金投放仍有必要，问题在于当前缺口有多大。从2月短期资金投放量来看，7天逆回购余额最高为10460亿元；从一季度中长期资金投放量来看，中期借贷便利和此次降准分别净投放5590亿元、约5000亿元，共计10590亿元。因此，本次降准叠加中期借贷便利净投放基本上可以填补2月以来的流动性缺口。
- **经济复苏仍在途中。**1-2月金融数据表现超预期，但经济数据仍有待加强，一方面内需释放偏慢，以汽车为代表的大宗消费品依然相对疲弱，其中汽车类社零同比下降9.4%。另一方面失业率上升，2月城镇调查失业率为5.60%，环比上升0.1%，其中16-24岁人口调查失业率为18.1%，同样呈现环比上升，稳就业目标亟待政策继续发力。
- **风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。**

### 相关研究报告

《1-2月经济数据点评：固定投资先行回升，内需复苏有待加强》20230316

《1-2月进出口数据点评：年内出口或有结构性亮点》20230307

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

事件：北京时间3月17日，中国人民银行决定于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%。

## 本次降准时点是否合意？

**本轮降准力度符合预期，但降准时点略超预期。**一方面，国常会并未预告。从近十次降准节奏来看，降准往往紧跟于国常会宣布之后落地，但本次降准之前国常会并未预告。不过，在国新办举行的“权威部门话开局”系列主题新闻发布会中，易纲行长提及“用降准的办法来提供长期的流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式”，尽管未暗示降准时间节点，但仍向市场明确降准下有空间。

另一方面，本次降准紧跟超额续作中期借贷便利。今年一季度中期借贷便利分别净投放790亿元、1990亿元、2810亿元，多月净投放使得降准预期有所下调。且后续二季度中期借贷便利总回笼仅4000亿元，不太构成降准置换中期借贷便利的理由，同为基础货币投放方式，降准相较于中期借贷便利而言成本更低，因此降准置换中期借贷便利成为央行一种常用的降成本手段，如2021年12月全面降准释放约1万亿元资金，同时净回笼4500亿元中期借贷便利。

## 降准仍具有必要性和迫切性

尽管降准时点略超预期，但降准必要性和迫切性仍然存在。主要包括以下三点理由：

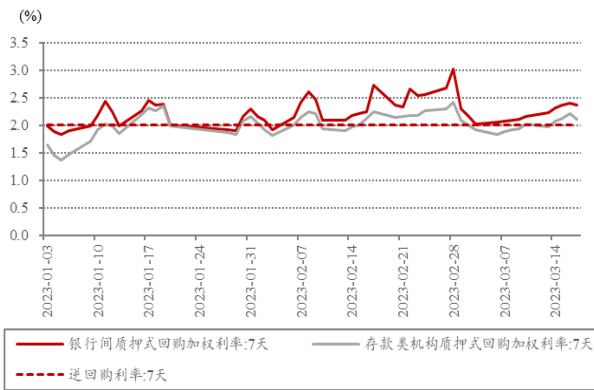
**市场仍需流动性呵护。**开年以来资金面波动较大，自1月3日起DR007利率共有28个交易日超过7天逆回购利率，绝对水平和波动率超出央行合意水平，且2月跨月后资金利率再度呈现单边上行。从央行操作上来看，2月央行启用了巨额逆回购对冲资金面紧张，其中2月22日7天逆回购余额最高达到10460亿元，但短期资金对于流动性改善效果有限。3月跨季期间市场仍需中长期流动性供给呵护。

**长期资金投放填补流动性缺口。**1-2月信贷回暖效果良好，对于超储消耗有所增加。根据货币当局资产负债表测算，2023年1月超储率大致为1.03%，相较去年12月实际值2%水平大幅下降。随着金融系统扩表，超储规模扩张需要相应的长期资金投放，以2022年为例，上缴结存利润和两次降准分别投放1.13万亿元和1万亿元长期资金，共计约2万亿元长期资金，对应至2023年，长期资金投放仍有必要，问题在于当前缺口有多大。从2月短期资金投放量来看，7天逆回购余额最高为10460亿元；从一季度中长期资金投放量来看，中期借贷便利和此次降准分别净投放5590亿元、约5000亿元，共计10590亿元。因此，本次降准叠加中期借贷便利净投放基本上可以填补2月以来的流动性缺口。

**经济复苏仍在途中。**1-2月金融数据表现超预期，但经济数据仍有待加强，一方面内需释放偏慢，以汽车为代表的大宗消费品依然相对疲弱，其中汽车类社零同比下降9.4%。另一方面失业率上升，2月城镇调查失业率为5.60%，环比上升0.1%，其中16-24岁人口调查失业率为18.1%，同样呈现环比上升，稳就业目标亟待政策继续发力。

综上所述，我们认为此次降准虽时间略超预期，但在当前经济复苏起步、流动性相对紧张的阶段，降准释放长期资金仍具有必要性和迫切性。往后来看，我们认为：1. 本次降准是今年两会后的第一次降准，一定程度上传递出了货币政策保持平稳的信号，市场无需过度担心政策收力；2. 稳增长背景下，信贷增长仍将保持稳定性和持续性，从今年中期资金供给角度上来看后续仍有1-2次降准空间，但时点可能相对后移，此外按照降准1个百分点大致带动LPR报价下行5BP的规律来看，本月LPR报价有一定小幅下调可能。

图表 1. 今年以来资金面波动加剧



资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 今年以来超储率下降较快



资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. 降准后股债表现

时间	提及降准	降准方式	上证综指表现 (%)		10 年期国债表现 (bp)	
			T+1	T+5	T+1	T+5
2022/11/25	国常会提及“适时适度运用降准等货币政策工具”	全面降准 0.25 个百分点	(0.75)	1.76	3.00	3.76
2022/4/13	国常会提及“适时运用降准等货币政策工具”	全面降准 0.25 个百分点	1.22	0.02	0.25	6.99
2021/12/3	总理提及“运用多种货币工具, 适时降准”	全面降准 0.5 个百分点	(0.50)	0.02	(5.25)	(2.75)
2021/7/7	国常会提及“适时运用降准等货币政策工具”	全面降准 0.5 个百分点	(0.79)	(0.01)	(7.24)	(11.98)
2020/6/17	国常会提及“综合运用降准、再贷款等工具”	未降准	0.12	(0.00)	(2.75)	(1.88)
2020/3/31	国常会提及“进一步实施对中小银行的定向降准”	定向降准两次, 每次 0.5 个百分点	(0.57)	(0.23)	(3.49)	(10.30)
2020/3/10	国常会提及“抓紧出台普惠金融定向降准措施, 并额外加大对股份制银行的降准力度”	定向降准 0.5-1 个百分点	(0.94)	(2.07)	(0.51)	10.05
2019/12/23	总理提及“进一步研究采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种措施”	全面降准 0.5 个百分点	0.67	0.00	(1.26)	(3.39)
2019/9/4	国常会提及“及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”	全面降准 0.5 个百分点+定向降准两次, 每次 0.5 个百分点	0.96	0.02	(3.00)	0.52
2019/4/17	国常会提及“抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金的政策框架”	定向降准三次, 每次 0.5 个百分点	(0.40)	(0.02)	(3.49)	4.05
2018/12/24	国常会提及“完善普惠金融定向降准政策”	全面降准两次, 每次 0.5 个百分点	(0.88)	0.07	(3.70)	(12.18)
2018/10/7	-	定向降准 1 个百分点	(3.72)	0.52	0.52	(2.72)
2018/6/20	国常会提及“运用定向降准等货币政策工具”	定向降准 0.5 个百分点	(1.37)	0.40	(3.01)	(5.25)

资料来源: 中国人民银行, 万得, 中银证券。注: T+5 为后续五个交易日

**风险提示: 经济下行压力加大; 流动性超预期收紧; 地产复苏不及预期。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371