

2023年3月降准点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
 yang_fei@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

超预期的降准，释放的信号？

事件：

3月17日，央行宣布于3月27日下调存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金的金融机构）。

超预期的降准，强化政策靠前发力，补充基础货币助力实体融资

本次降准时点超预期、幅度与前期操作相当，预计或释放长期资金近9000亿元。3月17日央行宣布，将于3月27日下调存款准备金率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%。降准时点略超预期，过去几年经验规律，央行宣布降准前总理基本会在国常会等会议上提前提及降准。本次普降0.25个百分点、幅度与2022年4月、12月一致，预计或释放近6000亿元中长期资金，叠加MLF超额续作，合计投放中长期资金近9000亿元。

当前时点降准，响应“打好宏观政策组合拳”、强化政策靠前发力。3月中旬，总理在记者会上指出，短期经济目标实现要打好“组合拳”；央行降准公告中也明确指出，降准以“打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平”等。在此之前，央行行长也提及“用降准的办法来提供长期流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式”。

降准补充基础货币，进一步助力稳增长与实体融资。年初以来，信贷增长强劲，前2月新增贷款超6.7万亿元、占去年全年比重超31%，“天量”的信贷推升银行中长期负债压力。为此，银行加大长存单发行补充资金，1年存单发行占比自去年底的20%抬升至2月的近60%、1年期国股存单发行利率自年初上涨超过40BP；同时，央行通过每月超额续作MLF为银行提供一定的中长期资金支持，降准一次性释放大规模低成本长期资金，加快缓解银行负债压力。

降准之后，总量操作再加力的可能性较低，或以结构性工具运用为主

货币政策“精准有力”下，总量操作再加力的可能性较低，或以结构性工具运用为主。过往经验，降准对银行负债成本的降低不足以引导LPR的降低，央行行长近期也表示“要巩固实际贷款利率下降的成果”、弱于此前“推动综合融资成本下降”表态。结合四季度货币政策执行报告、“两会”来看，今年稳增长或延续财政主导、货币配合思路，货币政策更加侧重结构性引导，运用再贷款等结构性工具，配合基建稳增长的同时，加大对制造业、科技创新等领域支持。

伴随政策效果逐步显现，信用修复或将延续，后续关注信贷节奏和流向。央行降准公告中强调，“保持货币信贷总量适度、节奏平稳”等，延续四季度货币政策执行报告“增强信贷总量增长的稳定性和持续性”、保持“货币信贷合理平稳增长”的思路，年初信贷座谈会也释放类似信号、提出要“合理把握信贷投放节奏”等。“精准有力”下，资金或重点流向基建、制造业等领域，继续支持基建稳增长补短板、助力新时代“朱格拉”周期。

重申观点：政策靠前发力、疫后活动加快修复，经济可以乐观点。1-2月经济数据中的需求指标普遍好于预期，透露的经济线索，与我们前期反复提示的逻辑类似，稳增长“加力”带来的基建和制造业投资强劲、疫后修复带来的消费和服务业修复等。政策靠前发力、内生动能增强下，内需修复有望延续，对经济可以更加“乐观”些（详情参见《经济修复的融资印证》、《内需的修复，才刚刚开始》）。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、超预期的降准，释放的信号？.....	3
风险提示.....	5

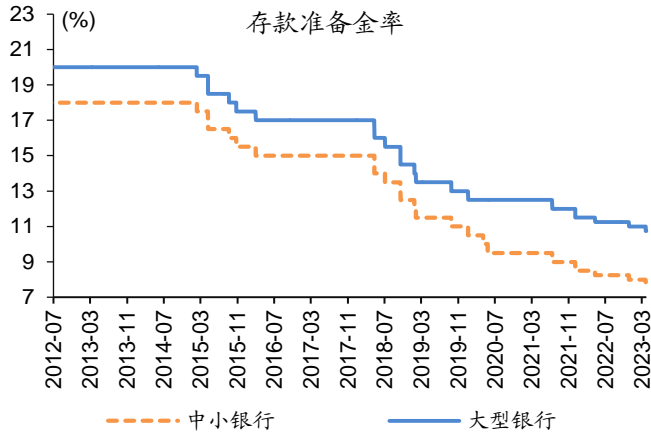
图表目录

图表 1： 3 月 17 日，央行宣布降准.....	3
图表 2： 降准幅度为 0.25 个百分点、与此前两次一致.....	3
图表 3： 当前超储率或处于相对低位.....	3
图表 4： 1 年期存单发行占比自年初以来持续抬升.....	3
图表 5： 存单发行利率明显持续抬升.....	4
图表 6： 年初以来，MLF 连续多月超额续作.....	4
图表 7： 顶层设计对产业支持力度增强.....	4
图表 8： 结构性政策工具对制造业等领域支持也在加大.....	4
图表 9： 去年二季度以后，信贷单月波动相对较大.....	5
图表 10： 近期政策对信贷投放平稳等关注度较高.....	5

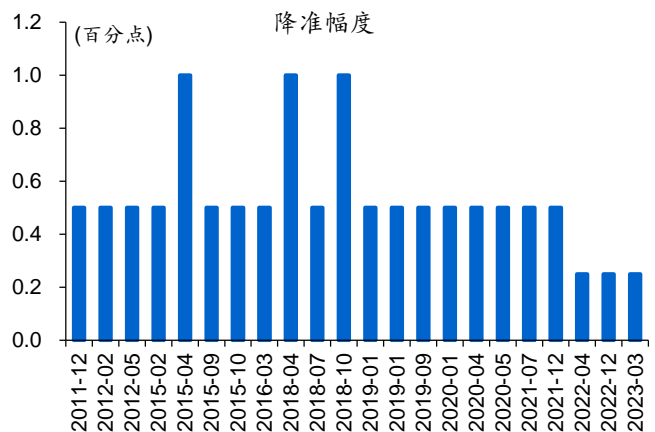
1、超预期的降准，释放的信号？

本次降准时点超预期、幅度与前期操作相当，预计或释放长期资金近 9000 亿元。3 月 17 日央行宣布，将于 3 月 27 日下调存款准备金率 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%。降准时点略超预期，过去几年经验规律，央行宣布降准前总理基本会在国常会等会议上提前提及降准。本次普降 0.25 个百分点、幅度与 2022 年 4 月、12 月一致，预计或释放近 6000 亿元中长期资金，叠加 MLF 超额续作，合计投放中长期资金近 9000 亿元。

图表1：3 月 17 日，央行宣布降准



图表2：降准幅度为 0.25 个百分点，与此前两次一致



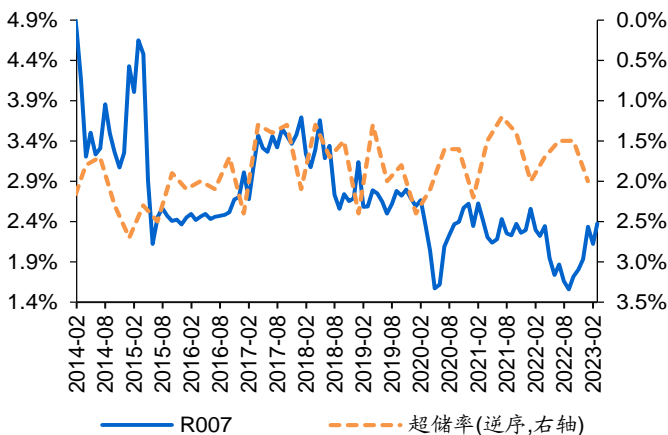
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

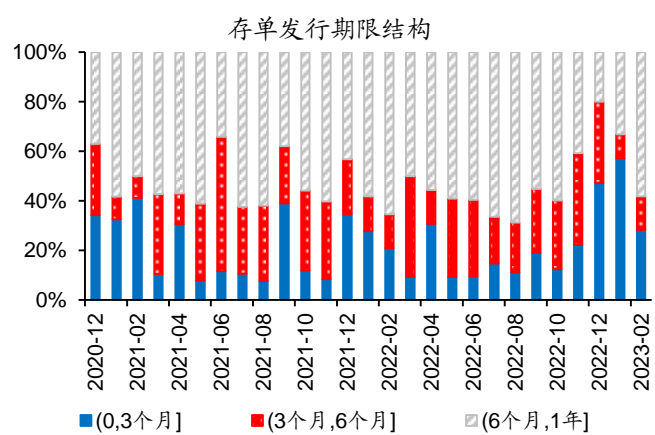
当前时点降准，响应“打好宏观政策组合拳”、强化政策靠前发力。3 月中旬，总理在记者会上指出，短期经济目标实现要打好“组合拳”；央行降准公告中也明确指出，降准以“打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平”等。在此之前，央行行长也提及“用降准的办法来提供长期流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式”。

降准补充基础货币，进一步助力稳增长与实体融资。年初以来，信贷增长强劲，前 2 月新增贷款超 6.7 万亿元、占去年全年比重超 31%，“天量”的信贷推升银行中长期负债压力。为此，银行加大长期限存单发行补充资金，1 年存单发行占比自去年底的 20% 抬升至 2 月的近 60%、1 年期国股存单发行利率自年初上涨超过 40BP；同时，央行通过每月超额续作 MLF 为银行提供一定的中长期资金支持，降准一次性释放大规模低成本长期资金，加快缓解银行负债压力。

图表3：当前超储率或处于相对低位



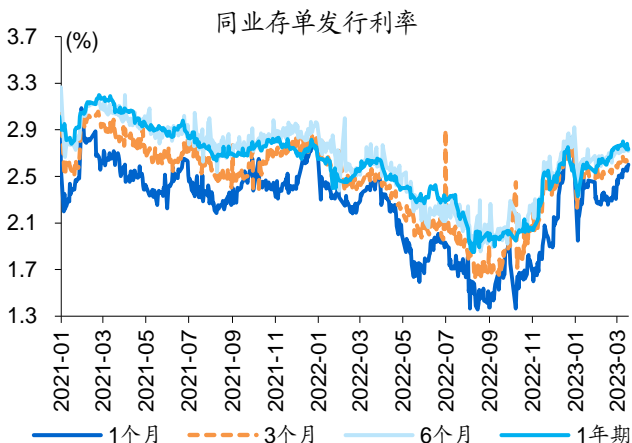
图表4：1 年期存单发行占比自年初以来持续抬升



来源：Wind、国金证券研究所

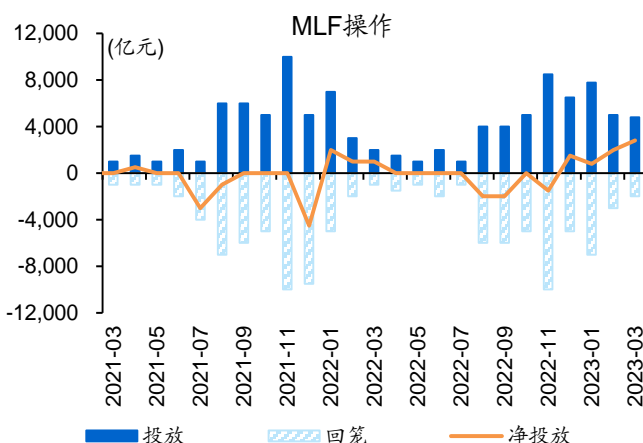
来源：Wind、国金证券研究所

图表5: 存单发行利率明显持续抬升



来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 年初以来, MLF 连续多月超额续作



来源: Wind、国金证券研究所

货币政策“精准有力”下, 总量操作再加力的可能性较低, 或以结构性工具运用为主。过往经验, 降准对银行负债成本的降低不足以引导 LPR 的降低, 央行行长近期也表示“要巩固实际贷款利率下降的成果”、弱于此前“推动综合融资成本下降”表态。结合四季度货币政策执行报告、“两会”来看, 今年稳增长或延续财政主导、货币配合思路, 货币政策更加侧重结构性引导, 运用再贷款等结构性工具, 配合基建稳增长的同时, 加大对制造业、科技创新等领域支持 (详情参见《新时代“朱格拉周期”: 来自资金的线索》)。

图表7: 顶层设计对产业支持力度增强

会议/政策	目标	相关产业政策	涉及产业
“二十大” 报告	2035年: 实现高水平科技自立自强, 进入创新型国家前列; 建成现代化经济体系, 形成新发展格局, 基本实现新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化... 未来五年: 经济高质量发展取得新突破, 科技自立自强能力显著提升...	坚持把发展经济的着力点放在实体经济上, 推进新型工业化, 加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。	制造业、基础设施、数字经济等
		推动战略性新兴产业融合集群发展, 构建新一代信息技术、人工智能、生物技术、新能源、新材料、高端装备、绿色环保等一批新的增长引擎。 加快发展新质生产力, 建设高效顺畅的流通体系, 降低物流成本。 加快发展数字经济, 促进数字经济和实体经济深度融合, 打造具有国际竞争力的数字产业集群。 优化基础设施布局、结构、功能和系统集成, 构建现代化基础设施体系。	信息技术、生物技术、新材料、新能源等 物联网 数字经济 现代化基础设施
“十九大” 报告	2035年: 基本实现社会主义现代化...基本公共服务均等化基本实现... 2020年: 坚定实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略...使全面建成小康社会得到人民认可、经得起历史检验。	建设现代化经济体系, 必须把发展经济的着力点放在实体经济上, 把提高供给体系质量作为主攻方向...加强水利、铁路、公路、水运、航空、管道等基础设施网络建设...	基础设施网络建设
		突出关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术创新, 为建设科技强国、质量强国、航天强国、网络强国、交通强国、数字中国、智慧社会提供有力支撑。	前沿科技
		要坚持以农业农村优先发展...建立健全城乡融合发展体制机制和政策体系, 加快推进农业农村现代化。 构建市场导向的绿色技术创新体系, 发展绿色金融, 壮大节能环保产业、清洁生产产业、清洁能源产业。	现代农业 节能环保产业

来源: 政府网站、国金证券研究所

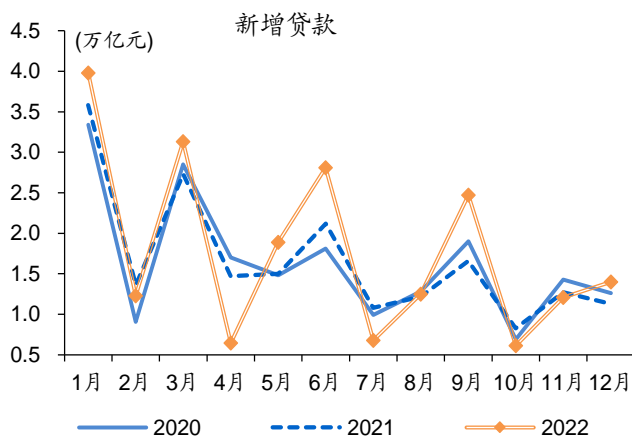
图表8: 结构性政策工具对制造业等领域支持也在加大

结构性工具	支持主体	具体领域	利率(1年期)	额度(亿元)	使用进度
科技创新再贷款	科技企业	明确支持“高新技术企业”、“专精特新中小企业”、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业等科技创新企业。	1.75%	4000	50%
设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务和中小微企业、个体工商户	教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域设备购置与更新改造。	1.75%	2000	60%

来源: 中国人民银行、国金证券研究所 (截至 2022 年底)

伴随政策效果逐步显现, 信用修复或将延续, 后续关注信贷节奏和流向。央行降准公告中强调, “保持货币信贷总量适度、节奏平稳”等, 延续四季度货币政策执行报告“增强信贷总量增长的稳定性和持续性”、保持“货币信贷合理平稳增长”的思路, 年初信贷座谈会也释放类似信号、提出要“合理把握信贷投放节奏”等。“精准有力”下, 资金或重点流向基建、制造业等领域, 继续支持基建稳增长补短板、助力新时代“朱格拉”周期。

图表9: 去年二季度以后, 信贷单月波动相对较大



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 近期政策对信贷投放平稳等关注度较高

时间	会议/文件	主要内容
2023年3月	央行降准公告	保持货币信贷总量适度、节奏平稳, 保持流动性合理充裕...
2023年2月	四季度货币政策执行报告	保持货币信贷合理平稳增长...满足实体经济有效融资需求, 增强信贷总量增长的稳定性和持续性...
2023年1月	主要银行信贷工作座谈会	各主要银行要合理把握信贷投放节奏, 适度靠前发力, 进一步优化信贷结构, 精准有力支持国民经济和社会发展重点领域、薄弱环节...力争形成更多实物工作量。

来源: 中国人民银行、国金证券研究所

重申观点: 政策靠前发力、疫后活动加快修复, 经济可以乐观点。1-2月经济数据中的需求指标普遍好于预期, 透露的经济线索, 与我们前期反复提示的逻辑类似, 稳增长“加力”带来的基建和制造业投资强劲、疫后修复带来的消费和服务业修复等。政策靠前发力、内生动能增强下, 内需修复有望延续, 对经济可以更加“乐观”些(详情参见《经济修复的融资印证》、《内需的修复, 才刚刚开始》)。

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402