

预期之外：关于这次情理之中的降准

报告要点：

● 降准虽然在预期之外，但应在情理之中：

- 1) 当前实体企业的体感未必会因 GDP 的抬升而变暖，PPI 如还处在下降周期，对于企业的利润增长是存在拖累的，货币政策相对于实际增长周期来说，和名义增长周期的关系更加密切；
- 2) 虽然历史上看，这两个口径周期的底部相差的时间不长，但这一次其实未必，毕竟外围发达国家的这一轮货币收紧，对 PPI 的节奏影响巨大，这会导导致名义 GDP 和实际 GDP 可能存在比过往更大的裂口；
- 3) 所以，对货币政策来说，当前并不在右侧，而仍然处于左侧，PPI 才是货币周期的终点。

● 当然，本次降准还有更多的考虑：

- 1) 缓解银行负债端的压力是考虑之一，近些年商业银行的负债端一直是短期化的，但随着近期在中长期贷款的投放力度的增加，贷款中长期比率提升到了 67% 这一历史新高的水平；
- 2) 海外经济风险是考虑之二，硅谷银行和瑞士信贷事件显露出在不断加息的背景下海外金融体系的脆弱性，如果相关风险进一步加剧，不排除会对国内经济产生一定的负面冲击，降准首先在政策信号上，有夯实经济信心的考虑。

● 与历史相比，在准备金率下调到足够低的水平之后，货币政策也从大开大合变得更为精细，0.5% 这一降准的惯用幅度也相应降至 0.25%，而没调节到位的部分，便通过 OMO 工具多退少补，这时，OMO 工具的调节作用会相应增大，这也能解释此月的 MLF 超额续作为何和降准并存。

● 既然目前尚处于货币政策的左侧，那么在我们看来，货币政策的宽松是可持续的：

- 1) 这次降准应该属于一个标准的逆周期对冲政策，而并非出于在 GDP 回升的右侧进一步夯实经济信心的考虑，事实上，只要经济边际回升，央行从来没有在 GDP 右侧降过准；
- 2) 从近三年来看，一旦降准出现，无论降准本身有多大的宽松效果，央行至少在降准后的三个月内会维持一个宽松的货币政策调性；毕竟央行决定采用降准这一举措，是基于一定的对宏观经济的判断。

● 经济周期才是资产轮动的本源，本次降准对各类资产的实际影响并不大：

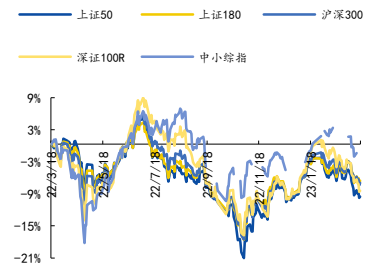
- 1) 降准对实体的拉动力应比较有限，毕竟当前 M2、社融的位置明显高于经济基本面，当前经济的问题并不是缺钱，而是钱打入实体的效率；
- 2) 对利率债而言，降准会构成一定的利好，在经济受疫情政策翻转而回升之后，降准可能会提醒市场更加认真地思索经济周期进一步的位置及方向，按照我们的推断，10Y 国债收益率可能后续会接近 2.7%；
- 3) 而对于股市而言，降准对实体部门的贷款或有一定的促进作用但是效果有限，今年的流动性对 A 股本就不是一个制约项。

风险提示：疫情反复超预期，地缘政治冲突超预期。

主要数据：

上证综指：	3250.55
深圳成指：	11278.05
沪深 300：	3958.82
中小盘指：	4106.31
创业板指：	2293.67

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《SVB 是美债的导火索：关于这一场轰轰烈烈的压力测试》2023.03.13
- 《金融周期：微微上扬的嘴角》2023.03.10

报告作者

分析师	杨为敬
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、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。本公司建议客户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。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本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188