

降准的现实背景和政策意图

2023年03月18日

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：吴彬

执业证号：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

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）。

我们对这次降准并不感到意外，开年信贷扩张偏快是本次降准的现实背景。

去年至今，社融扩张主要依靠表内信贷和专项债，客观上消耗了大量银行超额准备金。这也是为何去年以来市场就在密切关注这样一个话题，央行应该如何弥补长期流动性稳定银行负债，降准显然是当下一个有效的货币政策选择。

降准作用在于打开银行扩表约束，便于全社会信用扩张。所以每当信贷规模扩张较快之时，降准必要性便会提高。

开年人民币信贷扩张速度极快，叠加财政缴税等因素，大行负债紧缺，一个典型例证就是大行同业存单发行量显著超过往年同期，并且发行利率维持偏高位。

2月以后降准预期开始酝酿，3月中旬市场终于迎来一次降准，本是情理之中。

25bp 降准幅度是否足够并不重要，重要的是当下降准有助于提振市场信心。

25个基点降准能够释放多少流动性，降准幅度是否足够？这个问题不重要，重要的是当下时点降准，释放较强的积极信号。

开年1-2月，经济刚从疫情达峰中走出，各项指标读数偏弱。此时股强债弱，体现出明显的**宏观交易“强预期”，实体经济“弱现实”**。

进入3月以来，高频数据显示国内经济复苏节奏未被证伪，事实上复苏节奏正有条不紊推进，从开年前两月的人员流动和场景消费修复，进入到地产销售放量，竣工反弹，建筑业项目加速复工。

然因两会政策低于预期，海外银行危机扰动扩散，大类资产呈现“股熊债牛”格局，复苏交易降温，背后体现的是**宏观交易“弱预期”，实体经济“强现实”**。

股票市场在春节后基本处于横盘震荡行情，近两周更是出现明显回调，而债券市场在最近两周明显走强，尤其是10年期国债利率当前已经下至2.86%，基本与今年1月初水平相当；交易复苏的有色等工业金属在3月出现较大跌幅。

当市场预期偏弱之时，开展一次节奏超预期的降准，提高预期，重振信心。

正如本次央行在新闻稿直接写到“为推动经济实现质的有效提升和量的合……下调金融机构存款准备金率……”，表明货币政策支持经济增长，并对经济复苏持乐观态度，**两会过后市场交易政策期待落空，这次降准可以给出一个回应。**

相关研究

1. 2023年1-2月经济数据点评：强弱复苏的分界线-2023/03/16
2. 美国2月CPI数据点评：美联储加息周期要终结了吗？-2023/03/15
3. 宏观高频观察系列（一）：复苏的弹性和梯次-2023/03/14
4. 全球大类资产跟踪周报：全球避险情绪上升-2023/03/12
5. 流动性跟踪周报：资金紧预期缓解-2023/03/11

➤ **降准释放流动性所以利好债市？不，降准重在提振风险偏好，或利好股市。**

降准可以带来流动性释放，资金供给增多，资金面宽松。但资金面的供需受多重因素影响，降准只是其中一个因素，**逻辑上降准之后资金利率中枢不必然走低。**

降准真实目的在于打开银行扩表约束，配合信贷投放，**我们更应把降准理解为信用扩张的前置指标。**

当前时点降准，政策有意修复市场预期，巩固经济复苏态势。故而我们认为，本次降准对资本市场定价影响，更多体现为抬升风险偏好，或利好股市。

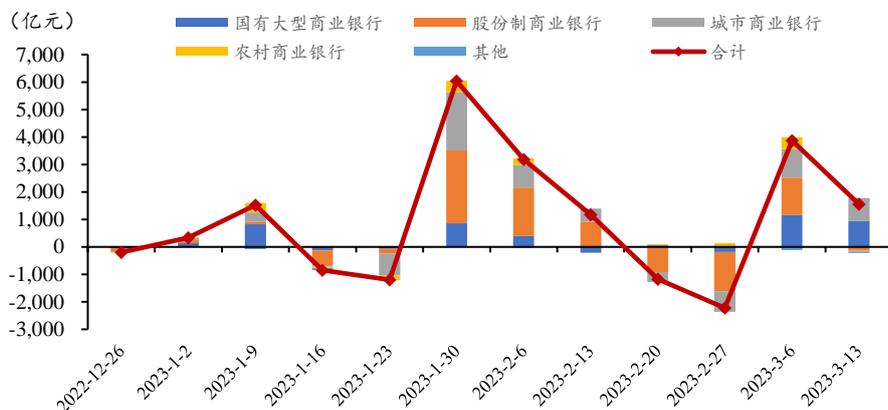
➤ **风险提示：**货币政策超预期；海外风险事件超预期；经济复苏不及预期

图1：上证指数 vs 10 年期国债利率



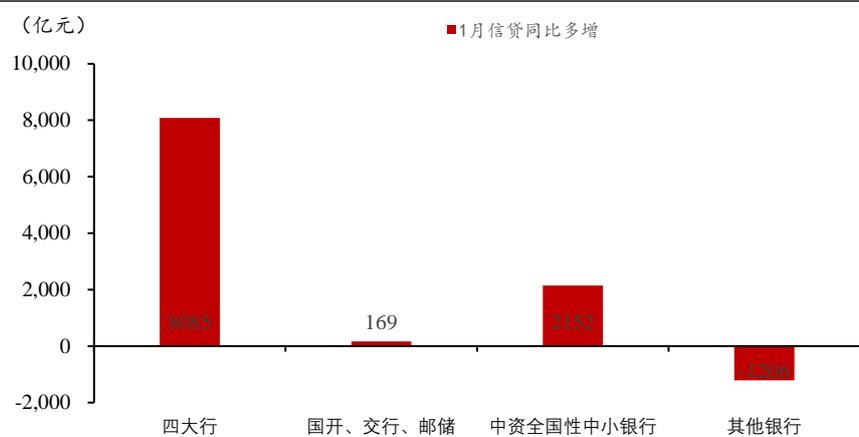
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：同业存单净融资规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：四大行 1 月信贷投放同比明显多增



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026