

首席宏观报告

恰如其分的降准

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事件：

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）。

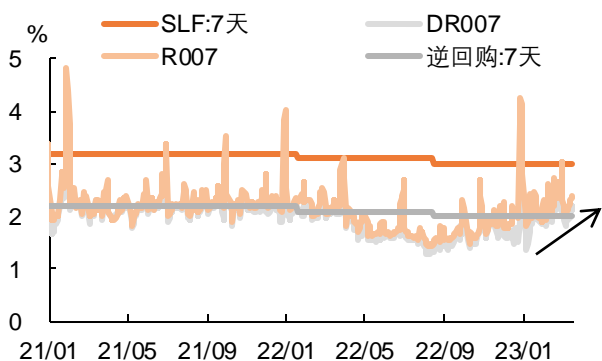
平安观点：

- 央行此次降准恰如其分，且符合我们对今年降准仍有空间的预期。我们认为，央行在当前时点降准主要出于三方面的考量：
 - 首先，年初信贷扩张较快，银行“缺长钱”亟需降准。年初以来，信贷投放汹涌，前两个月社融口径新增人民币贷款累计同比多增 1.75 万亿元。在贷款创造存款的机制下，银行发放贷款后需缴纳更多法定存款准备金，产生中长期流动性缺口。2 月以来，货币市场流动性已然偏紧，DR007 均值为 2.07%，高于政策利率；银行同业存单发行规模较大（年初以来发行规模较 19-22 年均值高近 2500 亿元），成本升至政策利率以上（股份行 1 年期同业存单发行利率高于 1 年期 MLF 利率）。在此背景下，央行公开市场操作持续大额投放资金，但 OMO 是不稳定的“短钱”，MLF 是价格较高的“长钱”，均不及降准所提供的“稳定的长期资金”。当前时点降准，能够起到稳定货币市场利率的积极作用，减轻银行的流动性约束，缓解其成本压力。
 - 二是，货币支持实体经济仍有必要，降准释放积极信号。前两个月中国经济修复势头较好，一方面受前期稳增长政策落地见效的驱动，另一方面受经济疫后自然修复的环比力量助推。然而，结构上居民大宗商品消费低迷、房地产市场恢复形势还不稳固，制造业投资在出口下行、产能利用率偏低形势下后续仍有回落压力。经济总量的恢复难掩结构的不均衡，货币政策需维持合理充裕的流动性环境，将社会融资成本稳定在偏低位置，既要支持政府债券发行、提供基建配套投资，又要为居民和企业内生活力的恢复创造良好的政策环境。在两会闭幕之后，新一届政府任期开始，降准能够释放积极的政策信号，表明货币政策支持实体经济修复的态度，提振市场预期和信心，巩固经济回稳向上势头。
 - 三是，在美国银行业危机冲击下，美联储加息将转换为“小步慢跑”的方式，对中国货币政策的制约在减弱。今年 2 月以来，随着美国经济数据走强、加息预期升温，3 月 2 日 10 年美债收益率盘中几乎升至 4.1%，创下 2022 年 11 月以来新高；离岸美元兑人民币汇率在 3 月 7 日、8 日连续接近“7”的关口。但在硅谷银行事件之后，人民币汇率贬值压力明显缓和：
 - 1）美联储 3 月更快加息（由 25bp 升至 50bp）的预期被打破。截至 3 月 17 日，CME 利率期货市场预计 3 月有 83.4% 的概率加息 25BP，5 月可能是最后一次加息，而下半年或有 2-3 次降息。

2) 中美利差显著收窄。硅谷银行事件以来, 2 年期美债利率一度跌超 100BP, 中美 2 年期国债利差收窄近 90bp; 10 年期美债利率波动中枢由 4% 降至 3.5% 左右, 中美 10 年期国债利差收窄近 40bp。3) 国际资本流动形势也有边际改善, 本周北上资金连续 5 个交易日净流入, 累计规模达 147.8 亿元。我们认为, 目前尚难确认下半年美联储会否降息, 但至少美联储将保持“小步慢跑”以平衡金融和通胀风险, 对人民币汇率和中国货币政策的掣肘减弱。

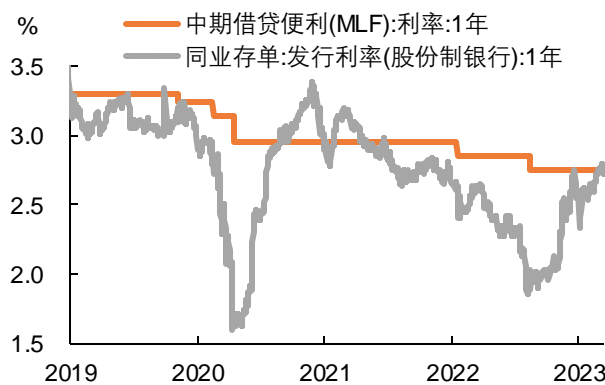
我们认为, 为保持大致平稳的 M2 增长, 年内还有进一步降准 0.25-0.5 个百分点的可能性。去年 12 月中央经济工作会议、政府工作报告和本次的降准公告均强调“保持货币供应量同名义经济增速基本匹配”。一则, 央行在 2022 年已经依法上缴了所有的历史结存利润, 再以此投放基础货币的空间已无。二则, 预计 2023 年海外经济体需求走弱、中国与海外的国际交流增多, 货物贸易顺差面临收窄、服务贸易逆差面临扩大, 作为基础货币派生渠道之一的外汇占款有回落压力。三则, 降准有助于缓解商业银行的成本压力。商业银行净息差在 2022 年四季度降至 1.91% 的统计以来低位, 今年一季度还面临大量浮动利率按揭贷款的重定价, 净息差可能继续下行。合理的净息差有助于银行防范化解金融风险, 持续、稳定地为实体经济融资提供支持。我们认为, 下一次降准在年中流动性紧张节点、MLF 到期高峰期出现的可能性更大。尤其是, 8-12 月 MLF 到期量均在 4000 亿元以上, 进一步降准值得期待。

图表1 2023 年以来货币市场利率走高



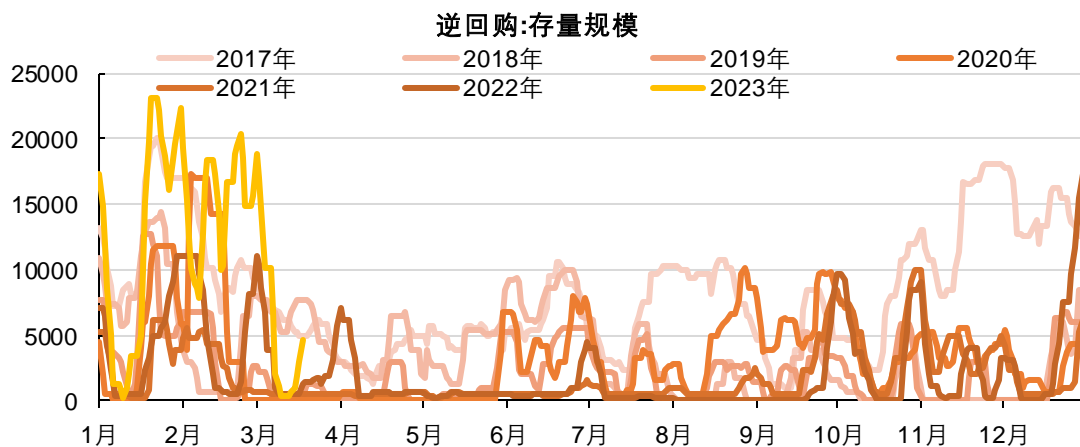
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 当前股份行 1Y 同业存单发行利率高于政策利率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 央行公开市场操作逆回购存量规模 (亿元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033