

宏观

证券研究报告

2023年03月18日

降准的信号意义

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

我们认为本轮降准最大的信号或是准备金率正逐渐成为一项标准的总量型工具。

如果按照“看价不看量”的框架，在刨除掉政策属性后，当下通过降准来释放中长期流动性有一定的必要性。其除了能够为银行提供稳定的中长期负债之外，降准还能够降低银行负债端成本。

在银行负债端成本缓和后，资金市场利率的波动或会更为平稳，同时银行也能够更好的配合实体融资需求回升，助力本轮宽信用行情。

相关报告

- 1 《宏观报告：复苏交易的胜率》
2023-03-16
- 2 《宏观报告：宏观-消费修复的弹性》
2023-03-16
- 3 《宏观报告：“硅谷银行”不是第一张骨牌-“硅谷银行”不是第一张骨牌》
2023-03-15

风险提示：国内基本面修复不及预期、海外风险事件对国内流动性市场的影响超预期、国内政策发力不及预期

本轮降准最大的信号或是降准使用场景的重大变化，在经济好转下的降准或意味着准备金率正逐渐成为一项标准的总量型工具。

在3月15日央行超额续作MLF后，17日央行表示将于27日降准0.25个百分点。去年12月降准0.25个百分点释放了约5000亿资金，叠加模型估算，我们预计本次降准或将释放5000-6000亿的资金。

考虑到，本次降准释放的资金规模或与前两次接近。

央行对此次降准的说法是为了“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平，保持银行体系流动性合理充裕”。考虑到开年国内经济稳步修复，我们认为本轮降准的核心可能是为了稳住银行的负债端，降低银行的负债成本。

与往常降准最大的不同点是当下国内的经济、金融环境正在稳步改善，整体虽略有瑕疵，但不改方向好转。降准曾经作为央行逆周期调节的重要工具，常见于经济疲弱、信用扩张乏力的时候。比如2020年1月、2020年3月、2021年12月、2022年4月、2022年12月等降准公告时点均对应国内经济基本面承压，央行需要放松银行面临的流动性约束，来推动实体融资需求好转的时候。

即使是基本面基本无恙的2021年7月，但国内也面临着PMI连续4个月回落，持续扩大的PPI-CPI剪刀差给中下游小微企业造成了较大成本压力的局面。

这导致即使央行持续强调判断货币政策取向重点要关注MLF利率等政策利率，而不宜过度关注流动性数量等数量指标¹，但市场依旧习惯于将降准等数量工具与政策取向、基本面等挂钩。而本次在基本面稳步好转下的降准则进一步明确目前降准主要是被视为简单的数量型工具在使用。

如果按照“看价不看量”的框架，在刨除掉政策属性后，当下通过降准来释放中长期流动性有一定的必要性。

年初以来国内信用快速扩张，1-2月累计新增贷款6.7万亿，贷款余额同比增速从去年末的11.1%上行至今年2月的11.6%。且从继续走高的票据利率上看，3月国内的融资需求依旧不弱。

实体融资需求扩张消耗了本就不高的超储率，模型估算2月的超储率或仅有1.1%。在负债端不稳的情况下，银行开始增发同业存单来弥补中长期负债缺口，这也导致了近期银行同业存单利率在资金利率已经企稳的情况下维持偏强走势。同时，机构负债端不稳也导致节后资金市场波动加大。

央行也注意到了银行缺负债的状况，所以3月超额续作MLF，净投放中长期资金2810亿元，净投放规模超过了此前3个月（连续3个月净投放）。

但随着连续数月的净投放，预计3月MLF余额存量或超过5.1万亿²，这距离5.4万亿的历史高点差距已经较窄，考虑到4-7月MLF每月到期量均在2000亿元以下，以及此前央行在MLF存量超过5万亿后往往会逐步引导MLF存量回落，后续央行在续作MLF的时候或会更为谨慎。

这时候降准就是一个不错的选择，除了能够为银行提供稳定的中长期负债之外，降准还能够降低银行负债端成本。

毕竟近年来在政策的引导下，银行资产端收益（主要是贷款利率）的下降幅度远远大于负债端成本，净息差持续收窄。2022年12月净息差仅有1.91%，为2010年以来新低。考虑到年初以来同业存单利率震荡上行，预计年初银行净息差或继续收敛。这时候降准除了能为银行提供稳定的中长期负债，也能够降低银行的资金成本，缓和银行经营压力。

¹ [2021年第四季度中国货币政策执行报告 \(pbc.gov.cn\)](http://www.pbc.gov.cn)

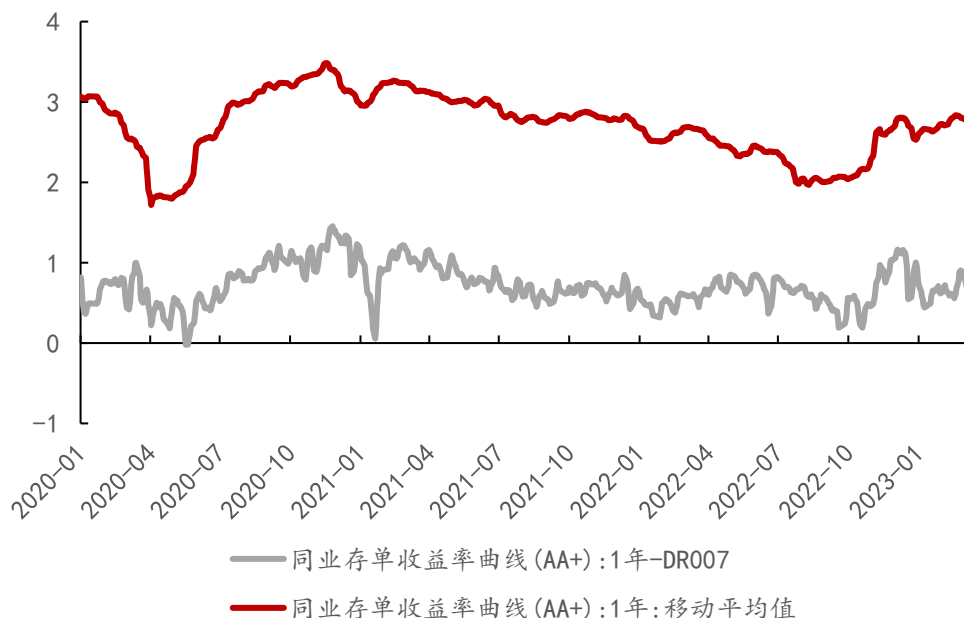
（注：在货币政策执行报告专栏1）

² 2023年2月为4.8万亿，考虑3月净投放2810亿元，合计达到5.1万亿

总的来说，我们认为本次降准主要是出于缓和银行负债端压力的考虑，同时也是降准主要被作为流动性工具使用的标志。在银行负债端成本缓和后，资金市场利率的波动或会更为平稳，同时银行也能够更好的配合实体融资需求回升，助力本轮宽信用行情。

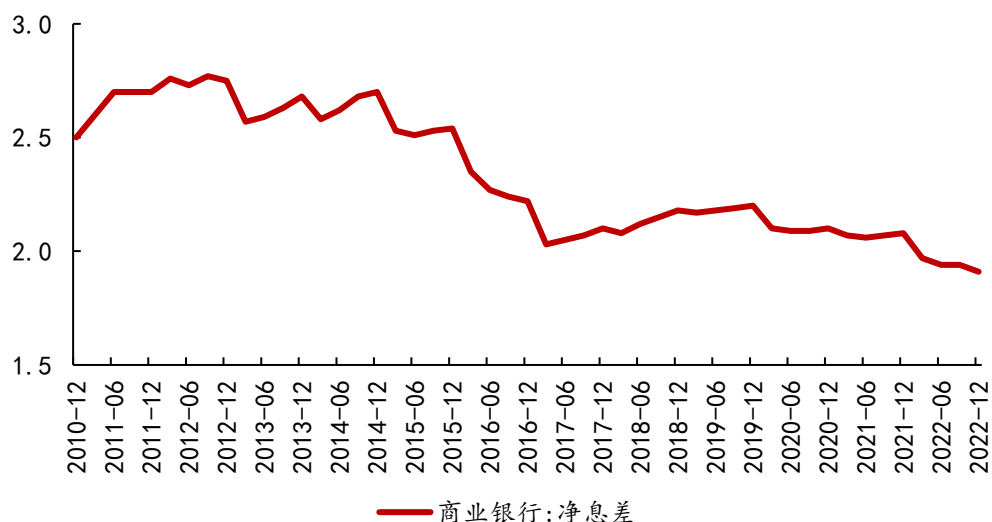
对于债券市场而言，在降准消息传出后，10 年国开、国债活跃券收益率应声下落，但在短期下行后，活跃券收益率重新上行，这或许表明市场偏向于认为此次降准后很难有新的货币政策加码。但本轮经济和信用修复依旧是慢修复，后续债券上行空间也依旧有限。

图 1：同业存单利率上行（单位：%）



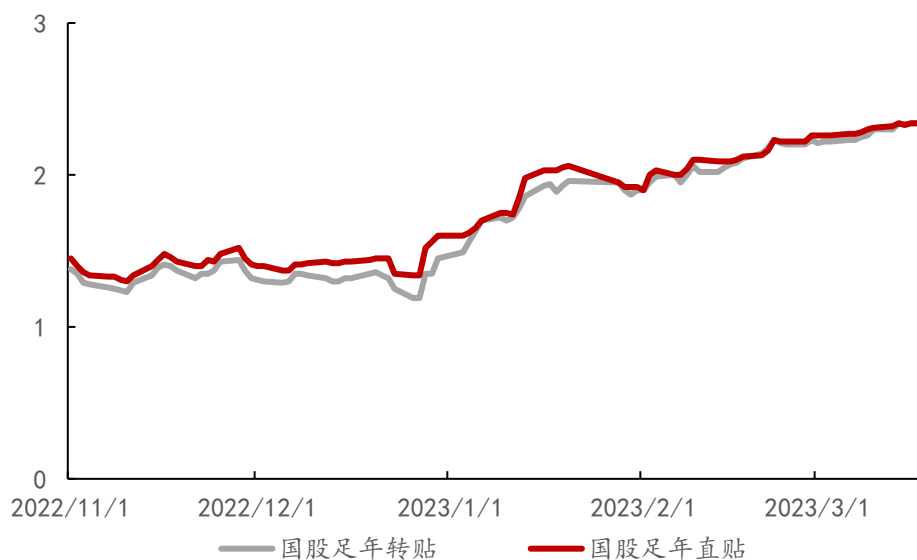
资料来源：ifind，天风证券研究所

图 2：银行净息差创有近年来新低（单位：%）



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 3：票据利率持续位于高位（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com