

2023-03-17  
投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

固定收益组 张菁  
从业资格号 F3022617  
投资咨询号 Z0013604

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

**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）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.6%。

### 逻辑：

1、第一，投放中长期流动性，缓解银行信贷投放的流动性约束。2月在信贷投放超预期 + 同业存单到期量较大的综合因素下，货币市场流动性较为紧张，且出现了明显的流动性结构分层现象，NCD价格一度突破2.75%，1Yr repo IRS一度升至2.47%。进入3月，票据利率仍维持高位，暗示信贷投放依旧火热。考虑到3月下旬存单到期量高达1.3万亿、季末月银行面临监管考核、信贷投放消耗超储、春季项目开工造成货币流通速度加快等因素，中国人民银行通过降准投放中长期流动性。

2、第二，目前有效需求不足仍是主要矛盾，通胀尚不是一个风险点，暂不会对中国人民银行货币政策形成制约。2月中国CPI同比增速1%、核心CPI同比增速0.6%、服务业CPI同比增速0.6%、消费品CPI同比增速1.2%，均低于前值和去年12月数据。1-2月中国社零同比增速3.5%、除汽车外社零增速5%，居民耐用品消费需求仍然不足。综合来看，目前有效需求不足仍是主要矛盾，通胀风险整体可控。

3、第三，此次降准对判断中国人民银行货币政策姿态意义有限，整体姿态应该仍处于中性位置。3月3日，易纲行长在“权威部门话开局”中指出“我们认为，目前我们货币政策的一些主要变量的水平是比较合适的，实际利率的水平也是比较合适的。至于降准，2018年以来我们14次降准，这14次降准大概是把平均的法定存款准备金率从近15%降到了不到8%，降了7个多百分点的法定准备金率。过去五年，通过14次降准，不到8%的法定存款准备金率，不像过去那么高了，但是用降准的办法来提供长期的流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式，使整个流动性在合理充裕的水平上”。综合易纲行长对利率和准备金率的表述，对目前整体的货币政策姿态和利率水平比较满意，降准主要是补充长期的流动性。

4、第四，对债券市场来说，本次降准一则意味着流动性预期不会形成利空，二则并非意味央行希望进一步推动信贷扩张斜率，三则后续的关注点仍是修复的弹性、一致性和可持续性。我们在《四季度货币政策执行报告点评：货币政策姿态重回中性的标志》指出，央行目前的中介目标从“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”切换为“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，在中介目标切换的前提下，央行对货币信贷的关注侧重点为“稳定”、“高效”和“可持续”。因此，本次降准并非意味央行希望进一步推动信贷扩张斜率，对债市利空有限。

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。