

精准有力，支持经济

——2023 年 3 月 17 日全面降准点评

3 月 17 日，央行宣布将于 3 月 27 日下调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 7.6%。

此次降准总体超出市场预期。一是相较中央经济工作会议，政府工作报告中“保持流动性合理充裕”的表述被隐去，且央行在 3 月初国新办新闻发布会上表示“目前我们货币政策的一些主要变量的水平是比较合适的”。二是 1-2 月经济稳健重启，特别是金融数据表现亮眼，超出市场预期。三是 3 月 15 日央行超额续作 MLF 4,810 亿，净投放达 2,810 亿，降低了市场对降准的期待。

一、实质：精准有力稳增长

总体上看，此次降准贯彻落实了中央经济工作会议和政府工作报告对稳健的货币政策“精准有力”的要求，释放了“打好宏观政策组合拳”，“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”的政策信号。

首先是通过释放长期流动性“有力”支持实体经济。一方面“稳增长”“稳就业”。尽管 1-2 月我国经济稳步重启，但企稳向上基础仍需巩固。一方面，尽管跌幅有所收敛，但出口和房地产投资增速仍然显著负增长-6.8%、-5.7%，进口跌幅显著扩张至-10.2%，汽车消费走弱拖累社零修复，反映内外需总体疲弱、私人部门信心仍然不足；另一方面，2 月失业率达 5.6%，高于政府目标上限，青年就业压力进一步上行，调查失业率升至 18.1%，“稳就业”压力仍大。3 月初易纲行长表示，“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”。

另一方面“补资金”“降成本”。从资金缺口规模看，商业银行

信贷“开门红”派生存款，快速消耗金融机构超额存款准备金，导致全市场基础货币存在约 1 万亿元缺口。1-2 月居民和企业贷款同比多增 1.6 万亿，叠加居民消费和购房意愿仍未完全修复，带动存款同比多增 3.7 万亿，存款增速升至 13.8%，创近五年新高。据测算，今年一季度缴准规模较去年底上升约 1 万亿元。从市场利率表现看，去年 10 月末以来，资金利率中枢持续逐步抬升。年初随着经济稳步重启带来资金需求扩张，银行间市场流动性边际更加敏感、波动幅度更大。2 月市场短端利率 DR007 持续在政策利率上方运行，利率中枢高于政策利率约 10bp。尽管 3 月初银行间回购利率小幅回落，但大行主导信贷投放导致流动性分层，国股行 1 年期同业存单收益率涨至 2.76%，较 2022 年低点上行 85bp。本次降准预计释放 5,300 亿元存款准备金，叠加 MLF 年初以来超量续作多投放 5,590 亿元，将有效补充银行间市场基础货币，有望带动同业存单发行价格回落，保障一季度末市场流动性平稳，稳定金融机构预期，为信贷投放保量稳价提供保障。

其次是降准力度和节奏“精准”。一方面是力度，此次降准延续了去年以来 25bp 的幅度，集约利用政策空间，灵活高效释放流动性。一是 2018 年以来，我国已累计实施降准 14 次，加权平均法定存款准备金率从 15%降到了约 7.6%，考虑到 5%或是金融机构存款准备金利率的阶段性下限，央行需珍惜未来货币政策调整空间。二是在 OMO 和 MLF 等总量操作配合下，25bp 的降准幅度或已足够充裕。2 月份 OMO 余额持续处于超 1 万亿元的高位水平，3 月份有所回落，但平均仍维持在 5,000 亿元以上。此次降准释放的长期资金规模，刚好可替代 OMO 释放的短期资金，为市场提供稳定适宜的流动性环境。

另一方面是节奏，央行精准把握外部环境变化，最小化对外部均衡的扰动。3 月 8 日以来，美国硅谷银行和签名银行接连倒闭，叠加瑞士信贷信用风险持续发酵，美国金融脆弱性显著上升。市场对美联储货币政策预期大幅反转，由年内加息 100bp 变为降息 100bp。同时，为缓解美国银行间市场流动性，美联储快速扩表 3,000 亿美元，相当于去年 6



月以来缩表规模的一半，“二次缩表”进程或自此逆转。受此影响，3月 8-16 日，美国 10Y、2Y 国债利率分别下行 42bp、91bp 至 3.56%、4.14%，10Y-2Y 期限利差倒挂幅度收敛 49bp 至 58bp。中美利差倒挂幅度收敛 39bp 至 70bp，人民币汇率贬值压力也明显缓解。我国货币政策空间随之扩张。

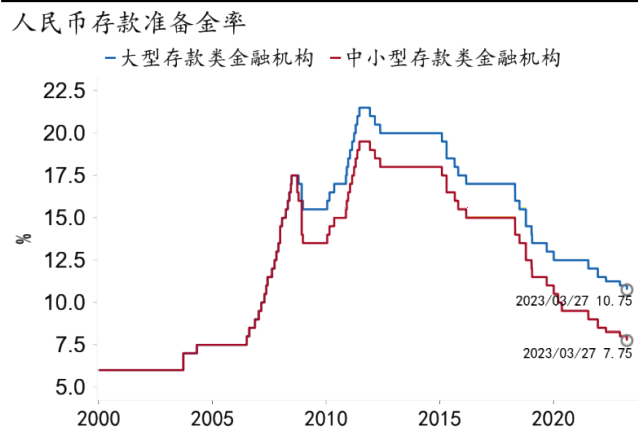
二、前瞻：货币政策总量操作空间上升，概率下降

总体上看，本次降准“精准有力”，反映了中央在坚持“不大水漫灌”原则上，追求“稳增长”目标的政策决心。考虑到美联储紧缩立场或即将逆转，我国货币政策外部约束减弱，未来总量工具运用的独立性和空间上升，“以我为主”的特征将进一步凸显。降准方面，年内是否再次降准，取决于经济增长范式能否完成双重转换。一方面需密切关注近期海外金融风险发酵之下外需收缩的速度，另一方面需密切关注居民部门收入和信心改善的程度。降息方面，考虑到易纲行长明确表示目前“实际利率水平是比较合适的”，贷款加权平均利率已降至新低，叠加此次降准可降低商业银行负债成本，未来降息的可能性进一步下降。

（作者：谭卓 牛梦琦 王天程）

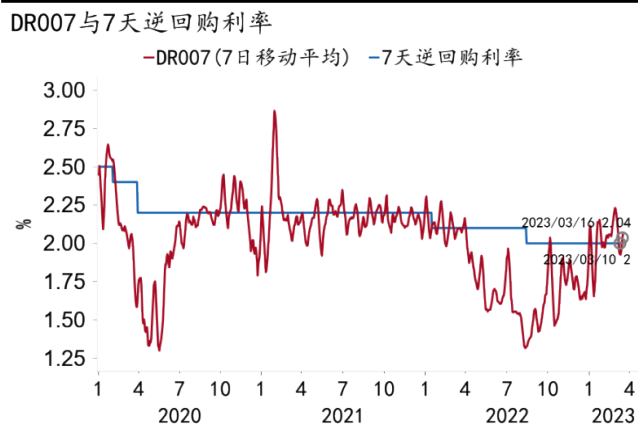
附录

图 1: 本次存款准备金率下调 0.25pct



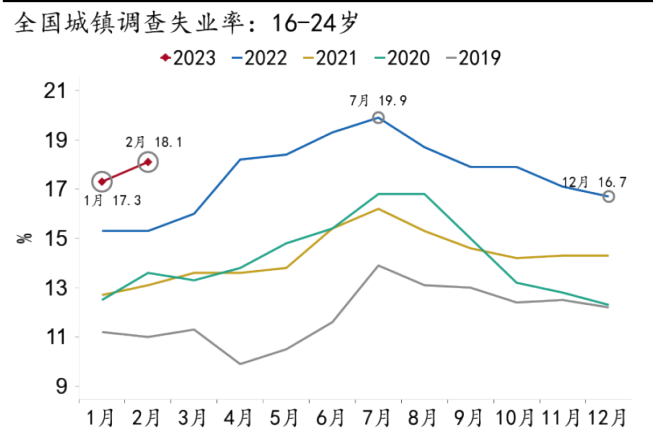
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 3: 2 月份以来, DR007 持续高于政策利率



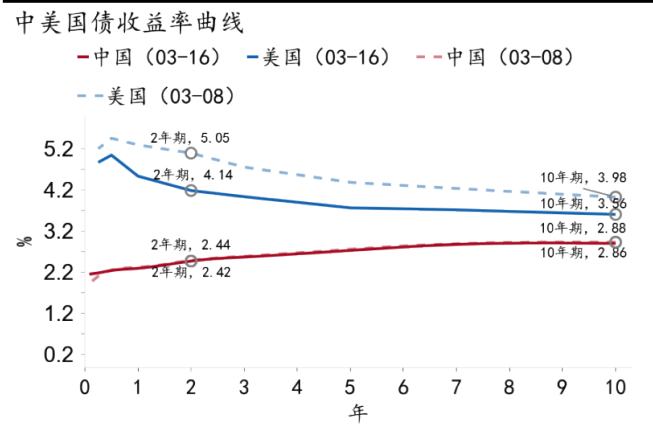
资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 2: 城镇青年失业率中枢偏高



资料来源: Macrobond、招商银行研究院

图 4: 硅谷银行事件后中美收益率曲线倒挂收窄



资料来源: Macrobond、招商银行研究院