

降准如期落地，政策加码可期

2023年9月调降法定存款准备金率解读

核心内容：

下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，释放约 6000 亿长期流动性。本次调降符合市场预期，也符合我们《流动性视角下的降准逻辑》报告中的判断，“9月存在约 1500 亿的流动性缺口，本月 15 日的 MLF 是否会大幅超额续作是一个可能引起流动性变化的重要变量，如果大幅超额续作，将有利于弥补流动性缺口。但目前 MLF 余额保持在 5.2 万亿的历史较高水平，超量续作空间有限。因此 9 月仍存在降准可能。”

分析 1：我国货币政策实施更需要商业银行体系的配合、降准释放长期流动性，有利于配合财政政策协同发力。十四届全国人大常委会第五次会议在提到下一步财政重点工作安排时，提及“今年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕”。按此测算 9 月地方政府新增专项债的发行量预计约 7000 亿。我国约 70% 国债、约 85% 的地方政府债由商业银行持有，降准将增加商业银行可自由使用的资金，更好地支持国债和地方债发行。

分析 2：降准有利于商业银行保持合理的利润水平以支持经济增长。7 月公布的经济数据显示宏观经济再次走低，运行稍显疲软，经济下行压力加大。消费、投资、出口继续下滑，工业生产超预期下行。这意味着 3 季度 GDP 的环比增速可能不及预期。经济面临的下行压力需要保持流动性的充裕以鼓励商业银行信贷扩张，降准更有利于维护银行的净息差，使其加大对实体经济的支持力度。

分析 3：9 月流动性存在一定缺口，MLF 余额维持在历史高位可能有置换需要。经过我们前期报告测算，9 月存在约 1500 亿的流动性缺口，目前 MLF 余额保持在 5.2 万亿的历史较高水平，超量续作空间有限。根据历史数据 MLF 余额高于 5 万亿通常会有置换需要，所以本次降准也可能用于置换 MLF。

我们的判断和政策预期：年内央行仍然可能再次降息降准

在我国经济运行和中长期潜在 GDP 增速水平的测算下，利率年内存在 20BP-30BP 下调空间，时间很可能选择美联储货币政策真空期的 10 月，减轻可能给人民币汇率带来的压力。

本次降准后金融机构加权平均存款准备金率约为 7.4%，仍有一定的政策空间。截止 2023 年 6 月，中国金融机构超储率为 1.6%，属于较低水平，未来进一步降低法定存款准备金率对商业银行流动性改善是比较有效的，年内央行可能再次选择降准，加大逆周期调节。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

主要风险：

1. 通胀上行不及预期的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 内需持续低迷的风险
4. 地方政府债务的风险
5. 政策时滞的风险
6. 美联储紧缩周期延长的风险

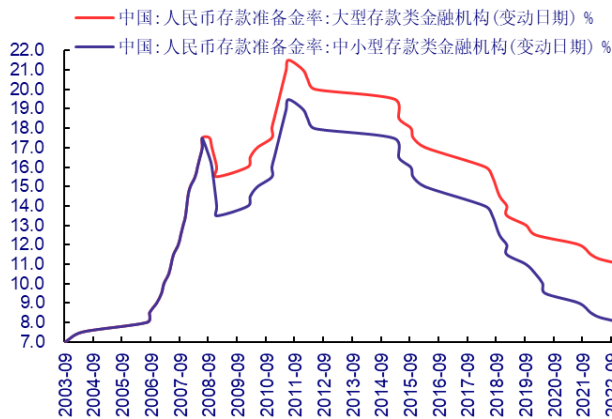
一、下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，释放约 6000 亿长期流动性

2023 年 9 月 14 日，中国人民银行公告于 2023 年 9 月 15 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为 7.4%，释放约 6000 亿长期流动性。

本次调降符合市场预期，也符合我们《流动性视角下的降准逻辑》报告中的判断，“9 月存在约 1500 亿的流动性缺口，本月 15 日的 MLF 是否会大幅超额续作是一个可能引起流动性变化的重要变量，如果大幅超额续作，将有利于弥补流动性缺口。但目前 MLF 余额保持在 5.2 万亿的历史较高水平，超量续作空间有限。因此 9 月仍存在降准可能。”

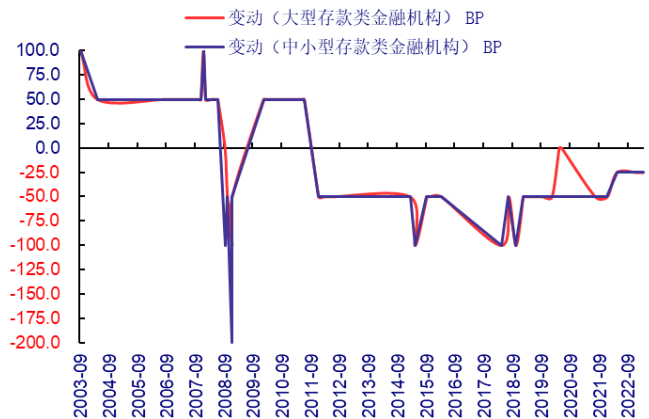
2011 年 12 月至今，都是法定存款准备金率调降的阶段，共发生 23 次降准，2022 年之前降准幅度一般都是 50BP，最大幅度是 100BP（共三次，分别是 15 年 4 月、18 年 4 月、18 年 10 月）。从 2022 年开始共发生了 4 次降准，幅度都是 25BP。

图 1: 2003-2023 历次存款准备金率变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2: 2022 年之后共 2 发生了 4 次降准，每次幅度都是 25BP

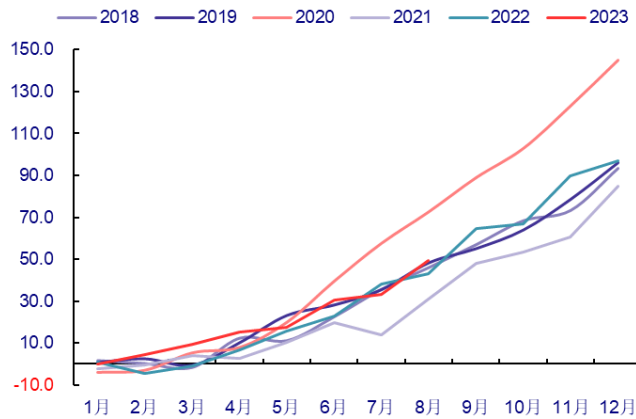


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、我国货币政策实施更需要商业银行体系的配合、降准释放长期流动性，有利于配合财政政策协同发力

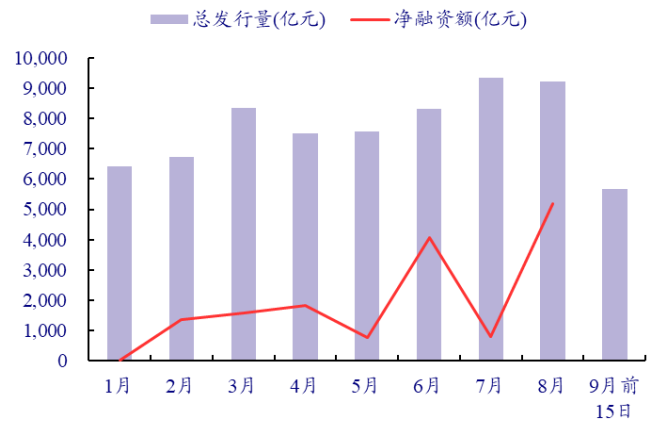
十四届全国人大常委会第五次会议在提到下一步财政重点工作安排时，提及“今年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕”。按此测算 9 月地方政府新增专项债的发行量预计约 7000 亿。我国约 70% 国债、约 85% 的地方政府债由商业银行持有，降准将增加商业银行可自由使用的资金，更好地支持国债和地方债发行。

图 3: 截止 8 月, 国债发行完成今年预算的 46% (%)



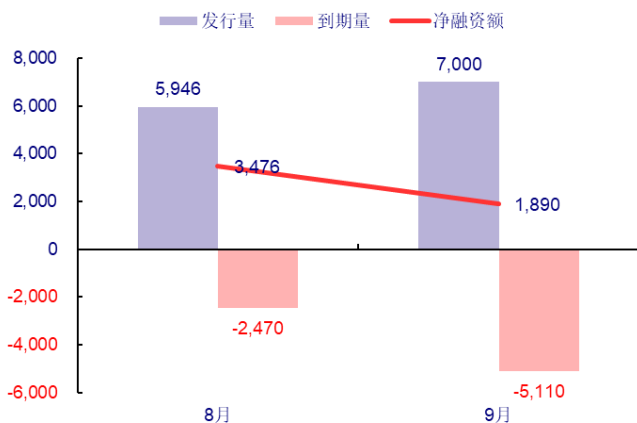
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4: 8 月国债净融资额 5174 亿元



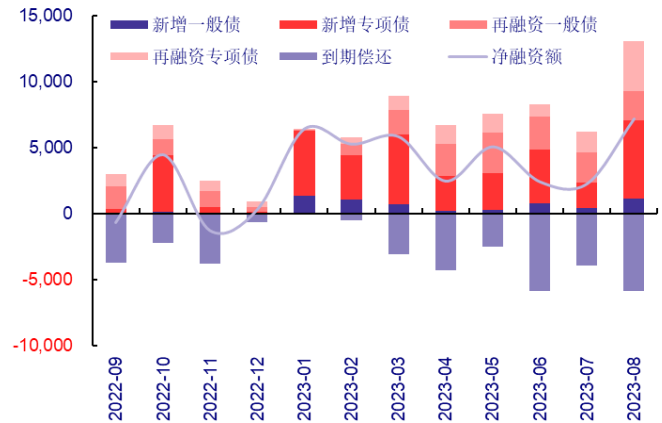
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5: 地方政府新增专项债发行与到期(9 月为预测值)(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 地方政府债券发行与净融资额(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、降准有利于商业银行保持合理的利润水平以支持经济增长

7 月公布的经济数据显示宏观经济再次走低, 运行稍显疲软, 经济下行压力加大。消费、投资、出口均继续下滑, 工业生产超预期下行。这意味着 3 季度 GDP 的环比增速可能不及预期。经济面临的下行压力需要保持充裕的流动性以鼓励商业银行信贷扩张, 降准更有利于维护银行的净息差, 使其加大对实体经济的支持力度。

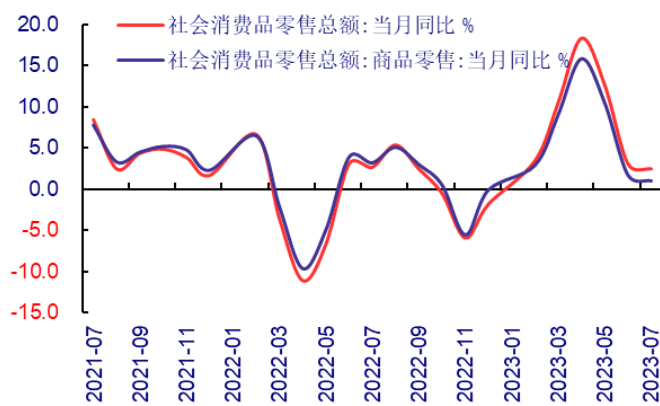
央行二季度货币执行报告的专栏《合理看待我国商业银行利润水平》, 阐述了商业性行维持稳健经营需要保持合理的利润和净息差水平。

我国商业银行的资产利润率呈现逐年持续下行的趋势。2023 年 2 季度, 商业银行的资产利润率已下滑到 0.75%, 2011 年以来的最低水平。近年来商业银行的净息差水平也不断下行, 2023 年 2 季度净息差下滑至 1.74%, 为 2017 年以来的最低值。

与此同时，我国对商业银行资本充足率有明确的监管标准，在商业银行资本充足率不断上升的背景下，叠加目前我国银行补充资本的渠道较少导致存在较大资本缺口。根据央行公布数据，为资本充足率满足国际监管要求，“2018年至2022年，6大国有银行的累计净利润中，约2/3用于留存补充自身核心一级资本”。但是当前商业银行资本净额的增速快于净利润增速，这将给主要靠净利润来补充资本的路径带来较大压力。

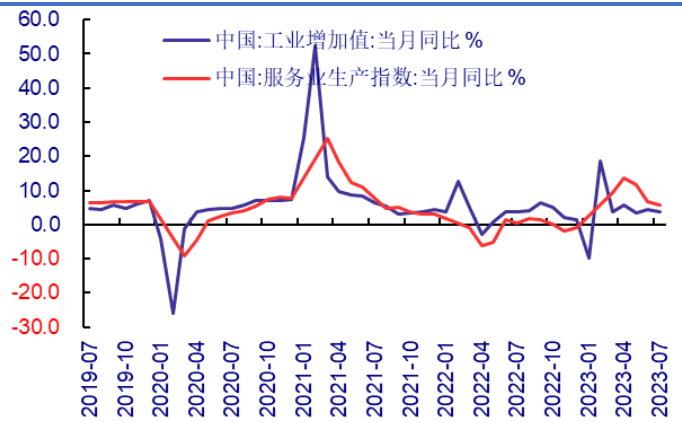
观测历史数据，商业银行的盈利状况会跟随经济周期波动，名义GDP增速的变动大概领先商业银行净利润增速的变动一个季度左右，二季度我国的经济下行压力加大，这将给商业银行的三季度净利润增长带来更大的压力。

图 7: 消费弱勢下滑



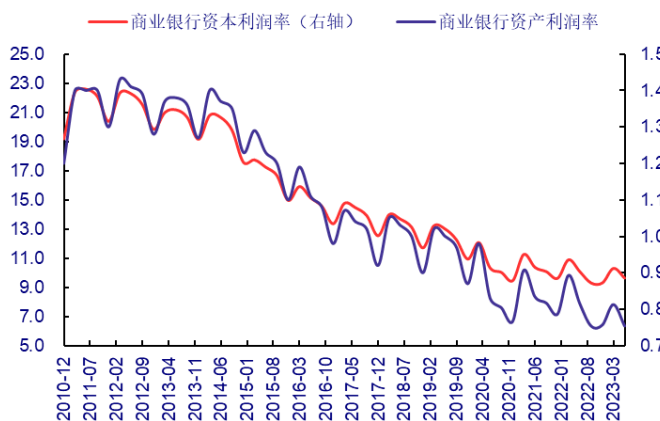
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: 工业增加值同比下滑



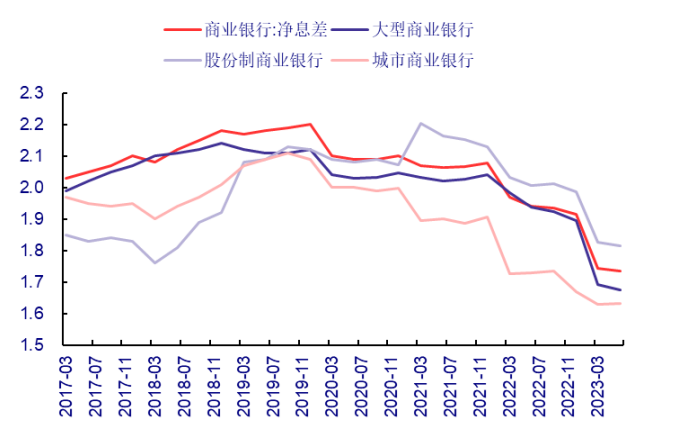
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 9: 我国商业银行资产利润率下行 (%)



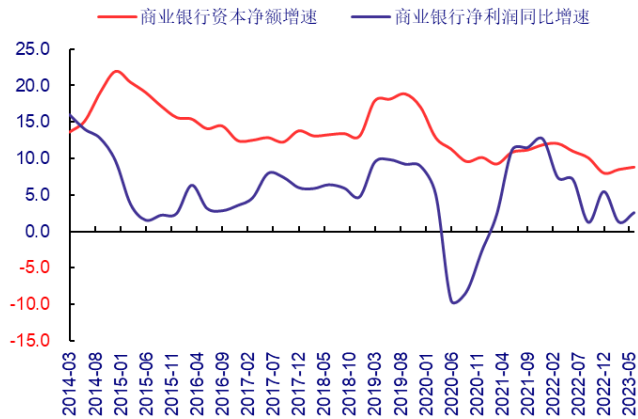
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10: 商业银行净息差下行 (%)



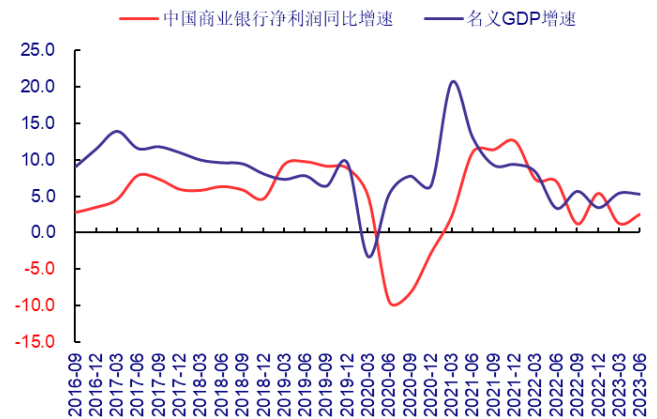
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 商业银行资本净额的增速快于净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 商业银行盈利状况跟随经济周期波动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

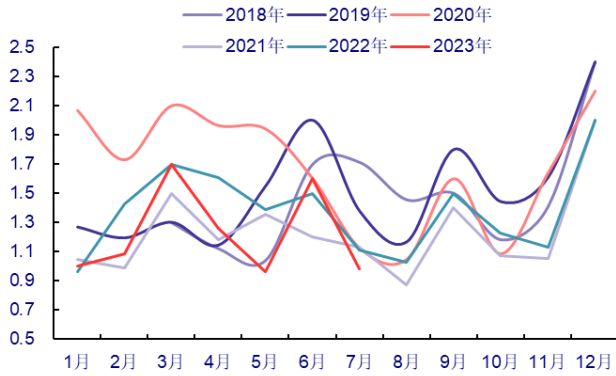
四、9月流动性存在一定缺口，MLF余额维持在历史高位可能有置换需要

根据我们前期《流动性视角下的降准逻辑》报告中的测算，综合五因素拆解分析，9月央行投放预计延续8月操作思路不变，外汇占款保持环比平稳，政府存款的减少约3000亿、法定存款准备金的新增缴纳约2500亿、货币发行增加约2000亿，五因素共同作用，预计9月的流动性缺口约1500亿元，流动性压力存在但总体可控。

观察过去5年的数据，9月超储率通常季节性上升，流动性环境较为宽松。但是2023年的9月与历史同期相比，流动性存在更大的缺口，主要是由于政府存款的减少低于历史同期，政府存款具有明显的季节性规律，我们预测9月的政府存款减少约3000亿，而过去五年9月的平均值是减少4740亿元，比历史同期少减少约1700亿。而政府债券净融资额在今年9月的净融资额高于历史同期是政府存款少减少的主要原因。

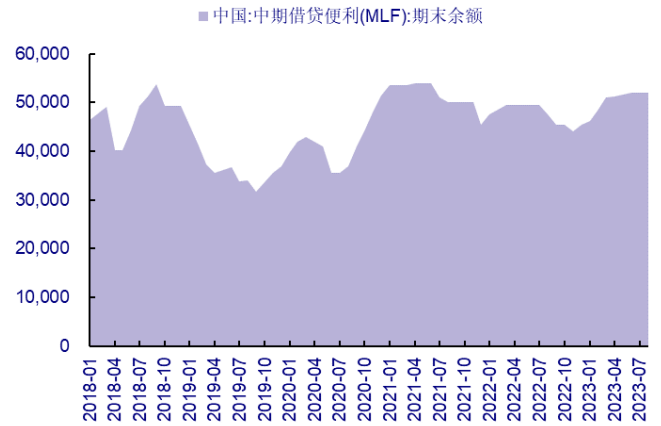
本月15日的MLF是否会大幅超额续作是一个可能引起流动性变化的重要变量，如果大幅超额续作，将有利于弥补流动性缺口。但目前MLF余额保持在5.2万亿，属于历史较高水平，超量续作的空间有限。根据历史数据MLF余额高于5万亿通常会有置换需要，所以本次降准也可能用于置换MLF。

图 13: 9月超储率通常季节性上升,但本次不同(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院测算

图 14: 3月以来 MLF 期末余额持续在 5 万亿之上(亿)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、我们的判断和政策预期: 年内央行仍然可能再次降息降准

未来可能单独调降长端利率。我国经济运行和中长期潜在 GDP 增速水平测算下, 利率年内存在 20BP-30BP 下调空间, 时间很可能选择美联储货币政策真空期的 10 月, 减轻可能给人民币带来的压力。

目前金融机构加权平均存款准备金率约为 7.4%, 仍有一定的政策空间。截止 2023 年 6 月, 中国金融机构超储率为 1.6%, 属于较低水平, 未来进一步降低法定存款准备金率对商业银行流动性改善是比较有效的, 年内央行可能再次选择降准, 加大逆周期调节。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫆玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn