

首席宏观报告

货币宽松多一分期待

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 9 月 15 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）。

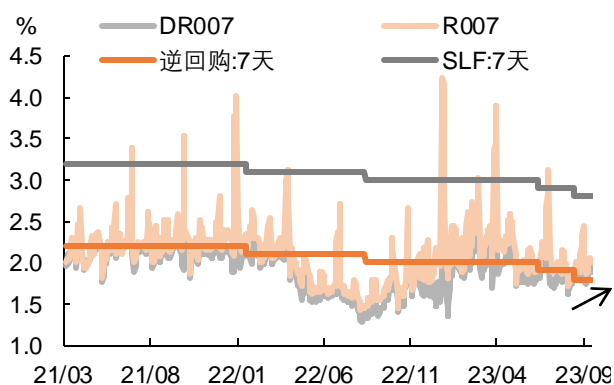
平安观点：

- **本次降准有何先兆？** 本次降准宣布前，我们已在 9 月 10 日《中国经济高频观察（9 月第 2 周）：期待降准》、9 月 12 日《2023 年 8 月金融数据点评：中长贷需求待提振》两篇报告中提示降准的可能性。原因在于，8 月中旬以来，货币市场资金利率持续高于政策利率，与“维持流动性合理充裕”的目标有所偏离。资金面持续紧张，先后受税期、跨月、政府债发行缴款等短期因素的扰动，或也叠加了中长期流动性缺口扩大的影响。
- **流动性缺口为何扩大？** 有三方面原因：一是，**外汇占款存在回落压力**。今年二季度以来，海外经济体需求走弱、中外国际交流增多，货物贸易顺差有所收窄、服务贸易逆差逐步扩大，作为基础货币派生渠道之一的外汇占款有回落压力。8 月中国官方外汇储备环比下行 400 多亿美元，其变化与中央银行外汇占款较为同步。二是，**信贷投放边际恢复**。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。尽管央行逆回购大量投放资金，但这属不稳定的短钱，远不及降准所提供的稳定长期资金。三是，**结构性货币政策工具投放速度放缓**。今年二季度支农支小再贷款、再贴现及 PSL 余额均有压降，其他阶段性工具使用进度大多过半，结构性货币政策工具贡献的基础货币仅 394 亿元，远低于一季度的 2830 亿元。
- **中国经济企稳回升仍需政策支持**。从 8 月已公布的 PMI、出口及信贷数据看，政策持续支持之下，中国经济出现回稳向上的积极苗头。然而，中国经济复苏的基础尚不稳固，房地产领域和民企投资意愿均有待进一步复苏，中长期贷款需求有待提振。
- **降准在助力流动性合理充裕的同时，能够在两个层次上助力稳增长：**
 - 一是，**有助于提升信贷投放的稳定性**。8 月社融数据有所恢复，其中短期贷款和票据融资明显起量，背后是银行信贷投放力度加大。季末往往是信贷投放的旺季，降准有助于降低银行成本，缓解其流动性约束，提升银行信贷投放的积极性，继而增强信贷投放的持续性和稳定性，为实体经济提供充分支持。

- 二是，配合财政发力。8月以来，地方政府债加快发行，基建实物工作量更快形成，对工业品需求形成支撑；财政资金投放力度增大，助力企业部门现金流的回稳。财政发力在稳增长方面起到了积极作用，但基建贷款筹资、政府债券发行、地方政府隐性债务的化解，均离不开货币金融部门的配合。
- 由此看，货币政策降准的深层次作用在于，配合财政化解债务风险，缓解商业银行的成本压力，增强信贷投放的持续性和稳定性，最终实现增长的“稳”。

我们认为，对年内货币政策的进一步宽松，还可多一分期待。在中国经济恢复基础尚不稳固，物价水平低迷的当下，货币政策总量的宽松能够在缓解居民还本付息压力，降低企业融资成本层面起到积极的作用，还有助于配合财政化解地方政府债务风险。考虑到前期部分工具的投放使用情况，结构性货币工具也有进一步扩容的必要性，以直达实体经济，为有助于高质量发展的领域提供更低成本定向支持，推动贷款需求的进一步恢复。

图表1 2023年8月中旬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 2023年9月以来同业存单发行利率走高



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

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层