

2023年9月降准点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

降准落地，还有哪些期待？

事件：

9月14日，央行宣布于9月15日下调存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金的金融机构）。

月中降准，或与流动性压力上升、修复银行可持续信用扩张能力等有关

本次降准市场已有预期，当前时点降准，或与MLF大规模到期、地方债发行加快等有关。9月14日央行宣布，将于9月15日下调存款准备金率0.25个百分点；根据缴准基数测算，本次降准预计释放长期资金近5000亿元。市场对降准已有预期，月中4000亿元MLF到期，且地方债新券自8月中旬以来发行明显加快等，一定程度上推升流动性缺口；微观表现为以DR007为代表的市场利率中枢明显上涨、自8月中旬来上涨近10BP至1.9%左右。

降准补充基础货币、提供更“便宜”资金，或有助于缓解银行负债端压力、助力实体融资。LPR多次下调带动净息差持续收窄的背景下，降准有助于引导银行负债端成本下降，增强银行支持实体的可持续性和信用扩张能力；呵护民企融资下，也需要相对平稳宽松的流动性环境，例如，2018年央行实施4次定向降准增强民企、小微信贷供给能力等。

降准之后，降息等总量操作再加力概率或相对较低，或更侧重结构性引导等

“兼顾内外平衡”下，降息等总量操作再加力的可能性或相对较低。本次降准公告中，央行强调“精准有力”实施稳健的货币政策，“兼顾内外平衡”、保持汇率基本稳定等，或指向降息等总量操作的概率较低。此前二季度货币政策执行报告、政治局会议等，也均强调了“稳汇率”的重要性等。

货币政策“精准有力”下，或更加侧重结构性工具运用，引导资金流入实体。本次央行公告中，强调“保持信贷合理增长”、“更好支持重点领域和薄弱环节”等，政策基调与二季度货币政策执行报告相一致，操作层面上，或更加侧重于保持对小微企业的融资支持力度、“保企业保就业”，提升金融机构对科技型企业服务的意愿和能力等。

稳增长货币先行，加快实体需求释放或更为关键、关注财政端等政策落地

稳增长货币先行，如何激发实体需求或更为关键。稳增长，只有“水”不够，还需要“面”，财政等制动释放需求政策或还需加力，8月新增财政存款-88亿元、去年同期为-2572亿元，指向财政支出有待进一步加力。作为预算内的重要补充，政策性金融工具等或可加码，进一步打通项目资本金“堵点”等。

除财政端外，关注稳地产、稳外资、促消费等一揽子政策落地等。当前地产链和出口链的拖累依然较大、服务业扩张动能放缓，内生动能还需巩固增强，仍待政策进一步呵护。伴随部分领域积极举措加快落地，政策效果逐步显现等，内生动能有望逐步增强（详情参见《政策三大主线，落地进度如何？》）。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、降准落地，还有哪些期待？.....	3
风险提示.....	5

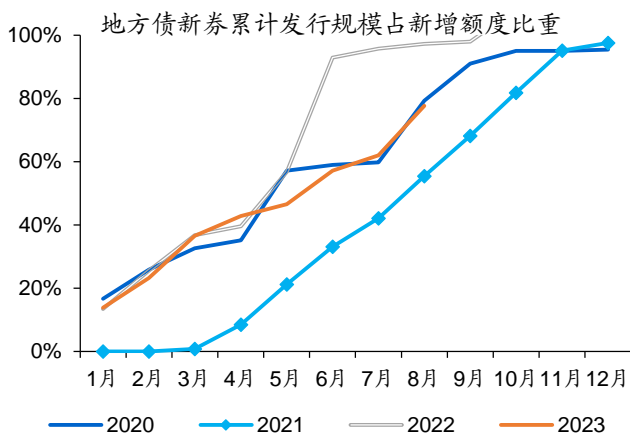
图表目录

图表 1： 8 月以来，地方债发行明显加快.....	3
图表 2： 8 月中旬以来，DR007 中枢回升.....	3
图表 3： 民企融资修复需要流动性环境呵护.....	3
图表 4： 2018 年间，定向降准助力民企小微融资.....	3
图表 5： 近期，政策稳汇率关注度上升.....	4
图表 6： 截至年中，部分结构性工具使用进度情况.....	4
图表 7： 近月，财政存款投放弱于以往同期.....	4
图表 8： 2022 年四季度，PSL 一度明显放量.....	4

1、降准落地，还有哪些期待？

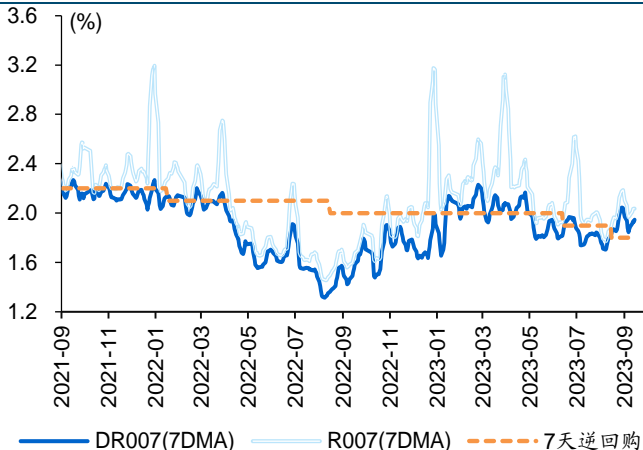
本次降准市场已有预期，当前时点降准，或与 MLF 大规模到期、地方政府债券发行加快等有关。9月14日央行宣布，将于9月15日下调存款准备金率0.25个百分点；根据缴准基数测算，本次降准预计释放长期资金近5000亿元。市场对降准已有预期，月中有4000亿元MLF到期，且地方债新券自8月中旬以来发行明显加快，一定程度上推升流动性缺口；微观表现为以DR007为代表的市场利率中枢明显上涨、自8月中旬来上涨近10BP至1.9%左右（详情参见《地方债来袭，流动性拐点“信号”？》）。

图表1：8月以来，地方债发行明显加快



来源：Wind、国金证券研究所

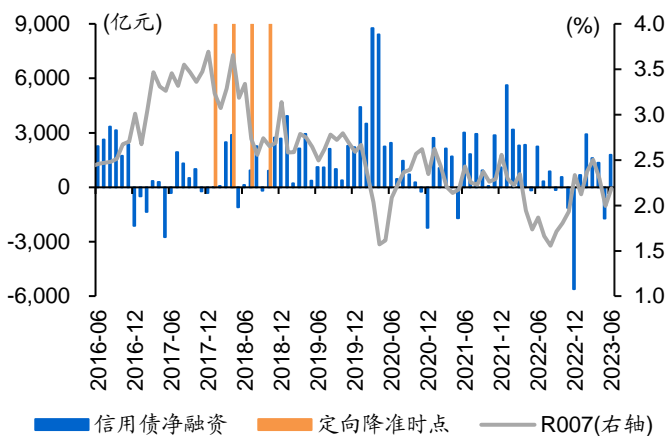
图表2：8月中旬以来，DR007中枢回升



来源：Wind、国金证券研究所

降准补充基础货币、提供更“便宜”资金，或有助于缓解银行负债端压力、助力实体融资。LPR多次下调带动净息差持续收窄的背景下，降准有助于引导银行负债端成本下降，增强银行支持实体的可持续性和信用扩张能力；呵护民企融资下，也需要相对平稳宽松的流动性环境，例如，2018年央行实施4次定向降准增强民企、小微信贷供给能力等（详情参见《存款利率下调，今时与往日？》、《年内的二度降息，有何不同？》）。

图表3：民企融资修复需要流动性环境呵护



来源：Wind、国金证券研究所

图表4：2018年间，定向降准助力民企小微融资

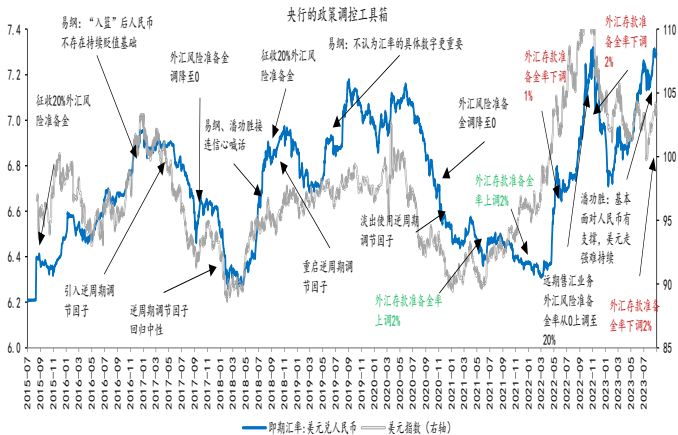
宣布时间	实施时间	国常会相关表态	主要内容	释放资金
2017/9/30	2018/1/25	2017年9月27日，国常会会议上指出“采取降税、定向降准等手段，激励金融机构进一步加大对小微企业的支持”	凡前一年上述贷款余额或增量占比达到1.5%的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调0.5个百分点；前一年上述贷款余额或增量占比达到10%的商业银行，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调1个百分点	4500亿元
2018/4/17	2018/4/25	/	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点	4000亿元
2018/6/24	2018/7/5	2018年6月20日国常会上指出“运用定向降准等货币政策工具，增强小微企业信贷供给能力”	下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点	7000亿元
2018/10/7	2018/10/15	/	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点	7500亿元

来源：Wind、中国人民银行、国金证券研究所

“兼顾内外平衡”下，降息等总量操作再加力的可能性或相对较低。本次降准公告中，央行强调“精准有力”实施稳健的货币政策，“兼顾内外平衡”、保持汇率基本稳定等，或指向降息等总量操作的概率较低。此前二季度货币政策执行报告、政治局会议等，也均强调了“稳汇率”的重要性等。

货币政策“精准有力”下，或更加侧重结构性工具运用，引导资金流入实体。本次央行公告中，强调“保持信贷合理增长”、“更好支持重点领域和薄弱环节”等，政策基调与二季度货币政策执行报告相一致，操作层面上，或更加侧重于保持对小微企业的融资支持力度、“保企业保就业”，提升金融机构对科技型企业服务的意愿和能力等（详情参见《稳增长，货币关注什么？》）。

图表5：近期，政策稳汇率关注度上升



来源：Wind、国金证券研究所

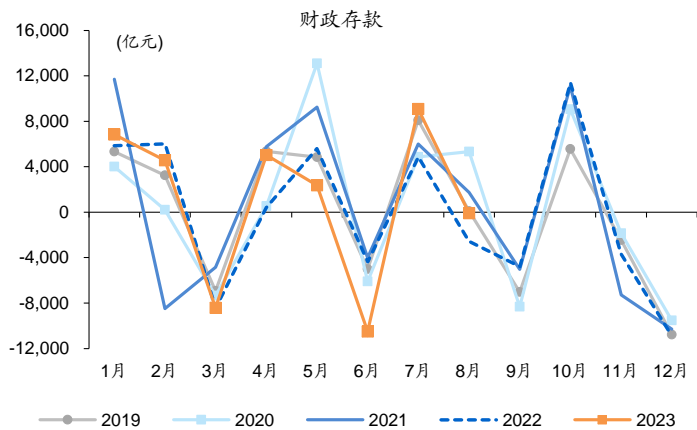
图表6：截至年中，部分结构性工具使用进度情况

工具名称	存续状态	支持领域	利率(1年期)/续期比例	额度(亿元)	金额(亿元)	
长期共工	支农再贷款	存续	涉农领域	2%	8000	5658
	支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	2%	17600	14231
	再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	2%(6个月)	7400	5950
	普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	1%(续期)	800	398
	抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	2.40%	/	29896
	碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能环保、碳减排技术	1.75%	8000	4530
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	存续	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	1.75%	3000	2459
	科技创新再贷款	到期	科技创新企业	1.75%	4000	3200
	普惠养老专项再贷款	存续	浙江、江苏、河南、河北、江西试点、普惠养老项目	1.75%	400	13
	定增物流专项再贷款	到期	道路货物运输经营者和中小微物流企业(含快递)、仓储企业	1.75%	1000	434
阶段性工具	设备更新改造专项再贷款	到期	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	1.75%	2000	1694
	普惠小微贷款减息支持工具	到期	普惠小微企业	1%(续期)	/	269
	收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	0.5%(续期)	/	0
	民营企业融资支持工具(II)	存续	民营企业	1.75%	500	0
	保交楼贷款支持计划	存续	保交楼项目	0%	2000	5
	房企纾困专项再贷款	存续	房企项目并购	1.75%	800	0
	租赁住房贷款支持计划	存续	试点城市收购存量住房	1.75%	1000	0

来源：中国人民银行、国金证券研究所

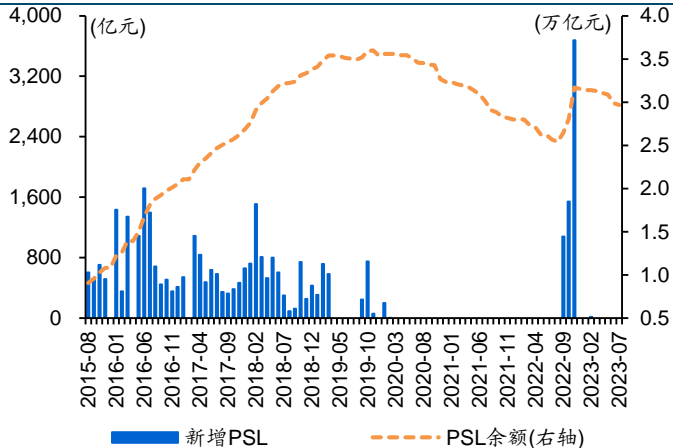
稳增长货币先行，如何激发实体需求或更为关键。稳增长，只有“水”不够，还需要“面”，财政等制动释放需求政策或还需加力，8月新增财政存款-88亿元、去年同期为-2572亿元，指向财政支出有待进一步加力。作为预算内的重要补充，政策性金融工具等或可加码，进一步打通项目资本金“堵点”等（详情参见《降息落地，货币还有哪些期待？》）。

图表7：近月，财政存款投放弱于以往同期



来源：Wind、国金证券研究所

图表8：2022年四季度，PSL一度明显放量



来源：Wind、国金证券研究所

除财政端外，关注稳地产、稳外资、促消费等一揽子政策落地等。当前地产链和出口链的拖累依然较大、服务业扩张动能放缓，内生动能还需巩固增强，仍待政策进一步呵护。伴随部分领域积极举措加快落地，政策效果逐步显现等，内生动能有望逐步增强（详情参见《政策三大主线，落地进度如何？》）。

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402