

2023年09月15日

降准后化债和地产政策或将接续发力——9.14降准

宏观研究团队

点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● **事件：**9月14日央行公告，决定于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%。

● **降准的三个考量：稳增长、保证银行间流动性充裕、缓解银行息差压力**

我们曾在报告《预期之内的降准》中提示，近三年央行通过降准和结构性货币工具年均释放约2-3万亿基础货币。本次降准前，仅3月一次降准，年内仍有一定基础货币缺口，因此降准是预期之内，但降准时点是主要变量。央行在此时降准或出于以下几点原因：**首先，释放稳增长积极信号的必要性较强。**尽管基本面边际趋于修复，信心的改善仍存不确定性。8月社融数据结构偏弱反映了实体部门需求并未实质好转。稳增长组合拳政策从8月下旬开始落地，政策效果显现到内需实质性改善有一定时滞。此时降准体现了政策对稳增长持续发力的决心，向市场传达积极信号，在一系列政策逐步落地的同时有效改善预期。**其次，信贷回升和MLF到期高峰，呵护银行间流动性。**近期信贷总量改善、政府债大量发行，且四季度为MLF到期高峰，或造成银行间资金面紧张，8月中旬以来，DR007中枢持续高于政策利率。降准及时注入流动性进行缓冲。**第三，缓解银行成本端压力。**8月以来稳增长政策锚定为实体部门降成本，包括降政策利率、降增量和存量房贷利率等政策对银行净息差带来压力。此外，预期内的金融手段化债或将是对银行利息收入造成压降，金融机构利润或承压。央行二季度货币政策执行报告提出“需保持合理利润和净息差水平”“增强商业银行支持实体经济的可持续性”，此次降准或出于央行对当前或未来银行净息差的呵护。

● **降准对银行、信贷和资产的影响偏正面**

总体看，降准对经济和资产的影响偏正面，但影响程度有待观察。一方面，**降准释放长期流动性（可能释放约5000亿长期资金，为银行节约60亿左右成本），有助于金融机构保持信贷投放平稳，满足实体流动性需求。**社融已见拐点，稳增长背景下宽信用的持续性或加强，金融机构长期资金充足或将推动信贷总量回升，支持基建、地产等中长期贷款。**同时，降准后银行成本端压力将得到一定缓解，既为贷款利率、存量房贷利率下调打开空间，又为银行进一步压缩利润支持债务化解提供基础。**另一方面，**短期内或将改善市场预期。**历史表现来看，降准后短期股指小幅上涨，3个月内上涨幅度扩大，创业板上涨胜率较高；降准后债券收益率普遍下行。

需要注意的是，降准本身带来的正向影响持续性有待观察。基本面的改善由需求拉动，而本次降准主要作用或是缓解银行成本压力和释放积极信号，实体部门的融资成本降低、信贷扩张效果取决于信用传导链条，以及更多需求端增量政策的支持。

● **宽货币之外，逆周期政策仍有增量储备**

央行三季度货币政策调控充分体现7月政治局会议强调的“逆周期调节”，面对经济修复压力，总量降准降息、引导融资成本下行；同时，重视缓解银行息差压力，或对于后续政策展开做前瞻性部署。向后看，降准为进一步降息打开空间，年内降LPR的可能性仍存。此外，9-10月为政策密集落地期，关注化债、地产、基建等方面的增量政策：（1）地方化债方案将进入落地期，需重视金融机构的参与和风险偏好的调整，“一揽子化债方案”总体可能超预期。（2）地产需求侧仍将边际优化，关注一线城市可能的政策调整，以及城中村增量资金。

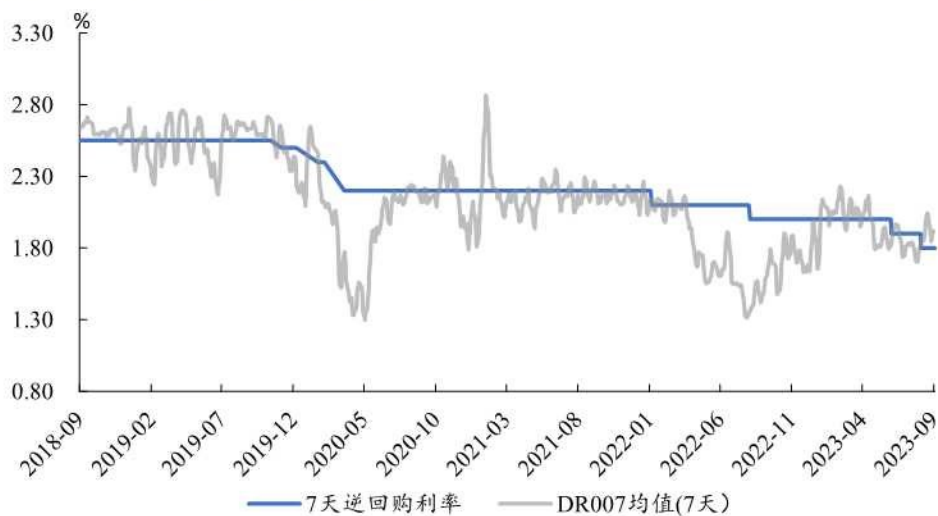
● **风险提示：**政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

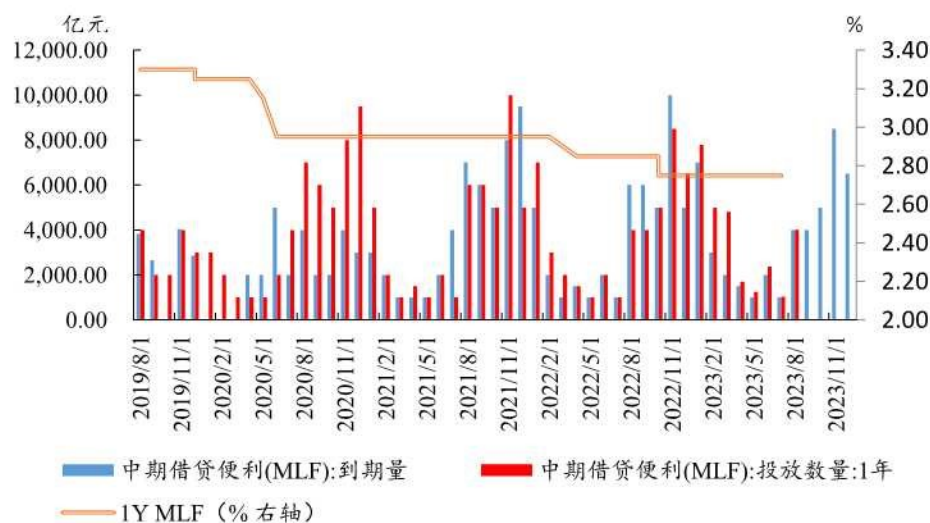
《信心是当前汇率波动的关键——宏观经济点评》-2023.9.14

《加息或从“更高”转向“更久”——美国8月CPI点评——宏观经济点评》-2023.9.14

《社融拐点已现，结构仍趋改善——8月金融数据点评——宏观经济点评》-2023.9.11

附图 1：9 月初资金利率趋于走高


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：9 月开始 MLF 每月到期量较大


数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：历史上降准后股指上涨可能性更高

资产类别	上证综指 涨跌幅 (%)				沪深300 涨跌幅 (%)				创业板 涨跌幅 (%)				10Y国债收益率 (BP)				10Y国开债收益率 (BP)			
	前 一周	后 一周	后一 个月	后三 个月	前 一周	后 一周	后一 个月	后三 个月	前 一周	后 一周	后一 个月	后三 个月	前 一周	后 一周	后一 个月	后三 个月	前 一周	后 一周	后一 个月	后三 个月
2008-09-25	21.19	-5.39	-24.99	-18.88	17.28	-4.27	-25.58	-15.13	-	-	-	-	1.56	-4.67	-57.54	-102.31	-11.36	9.54	-64.02	-119.67
2008-10-15	-4.66	-4.96	-0.41	-6.58	-5.36	-4.23	1.53	-1.99	-	-	-	-	-24.37	8.60	-15.80	-28.05	-19.29	1.77	-39.72	-57.33
2008-12-05	7.88	-3.19	-6.83	10.03	10.01	-2.62	-6.47	14.49	-	-	-	-	-8.44	1.76	-19.59	32.49	-5.40	11.00	-14.36	43.43
2008-12-25	-8.10	1.53	8.60	23.71	-8.52	0.65	9.96	28.36	-	-	-	-	0.04	0.55	33.21	42.50	5.87	-4.07	30.34	54.84
2011-12-05	-2.09	-1.79	-7.02	4.79	-2.02	-1.73	-8.83	5.60	-8.58	-0.21	-10.77	-4.18	-19.82	5.07	-0.25	11.94	-25.56	-0.09	-4.73	16.85
2012-02-24	3.50	0.86	-3.65	-3.63	4.37	1.21	-3.50	-1.99	6.20	-0.61	-3.29	-6.52	-1.97	4.52	0.83	-15.45	2.38	5.82	15.35	-4.57
2012-05-18	-2.11	-0.47	-1.21	-9.91	-2.39	-0.03	0.28	-9.88	-2.06	-0.49	6.62	2.45	-12.93	-5.95	4.93	-1.47	-21.09	-7.05	4.53	3.75
2015-02-05	-3.86	1.18	5.29	19.84	-3.30	2.26	5.07	33.24	3.68	0.82	12.40	69.43	-9.48	-1.53	9.04	5.42	-14.98	1.02	11.92	12.91
2015-04-20	2.31	7.36	5.44	-5.33	2.28	6.32	5.15	-7.99	-5.93	13.31	40.47	17.46	-21.31	-6.02	-2.72	4.55	-19.73	-17.12	-0.57	4.07
2015-09-06	-3.92	1.12	2.04	14.82	-3.45	0.94	1.42	13.45	-5.18	0.67	15.67	44.61	-6.00	1.00	-7.94	-29.23	-2.86	1.67	-7.35	-37.72
2015-10-23	0.62	-0.88	5.80	-15.59	1.05	-1.04	5.10	-13.72	3.65	-2.37	9.15	-16.78	-8.16	2.00	9.02	-24.86	-9.49	-5.98	3.53	-43.21
2016-03-01	-5.86	6.15	9.91	3.27	-5.14	6.04	9.81	4.64	-12.77	3.48	15.68	6.39	0.76	8.25	-1.08	12.49	2.83	7.64	6.28	16.54
2018-04-25	0.86	-1.18	0.75	-6.81	1.66	-1.70	-0.32	-6.45	-0.16	-0.98	-0.82	-10.43	11.05	5.47	0.08	-5.03	7.24	8.78	1.88	-21.34
2018-07-05	-1.90	3.80	-1.05	-0.64	-2.37	4.15	-2.07	-1.54	-0.71	5.35	-5.99	-11.68	-2.99	1.53	-4.37	11.50	-15.86	0.39	-9.48	4.20
2018-10-15	-5.46	3.38	2.50	-1.26	-5.00	4.60	2.51	-1.88	-7.64	5.18	10.84	-0.34	-2.98	0.53	-16.39	-45.60	-1.48	-2.47	-17.37	-62.93
2019-01-15	1.74	0.36	5.81	23.63	2.63	0.49	8.76	27.10	0.22	-1.11	7.55	31.64	1.72	-3.12	-6.57	23.53	8.97	1.50	1.52	29.86
2019-01-25	0.22	0.63	13.82	20.07	0.51	1.98	17.11	23.78	-0.32	0.46	21.40	31.96	4.88	-3.66	3.89	27.95	8.50	-7.24	5.02	22.66
2019-09-16	0.20	-1.77	-1.72	-1.53	-0.38	-1.69	-0.89	0.75	-1.09	-1.75	-3.38	3.85	6.76	0.79	7.67	9.28	9.97	-4.46	2.06	4.46
2020-01-06	1.43	1.04	-8.60	-8.52	1.17	1.81	-7.28	-8.02	3.89	4.04	4.29	5.91	0.30	-5.12	-29.12	-62.40	-0.61	-3.97	-31.55	-68.90
2021-07-09	0.15	0.43	-0.84	1.93	-0.23	0.50	-1.65	-2.75	2.26	0.68	1.39	-4.87	-6.98	-6.73	-14.90	-9.19	-6.64	-7.24	-18.18	-18.26
2021-12-06	0.75	2.56	-0.09	-6.03	0.85	3.91	-1.52	-11.03	-2.78	2.67	-8.18	-22.77	-0.74	3.76	0.29	1.00	-2.71	2.26	1.39	0.86
2022-04-15	-1.25	-3.87	-4.28	0.52	-0.99	-4.19	-5.54	1.43	-4.26	-6.66	-5.25	12.20	0.49	8.31	6.38		-0.49	8.77	2.10	
2022-11-25	0.14	1.76	-1.16	5.33	-0.68	2.52	1.79	7.56	-3.36	3.20	0.95	5.18	0.50	3.76	0.78	8.26	-1.49	6.01	7.04	15.04
2022-03-17	0.63	0.46	4.16	0.70	-0.21	1.72	4.81	0.11	-3.24	3.34	6.14	-1.03	-0.25	0.74	-1.70	-19.76	-0.75	0.50	0.01	-21.99
涨幅	0.10	0.38	0.09	2.46	0.07	0.73	0.40	3.34	-1.91	1.45	5.74	7.17	-4.10	0.83	-4.24	-6.63	-4.75	0.29	-4.77	-9.85
胜率	58%	63%	46%	50%	42%	63%	54%	50%	30%	60%	65%	55%	42%	67%	46%	52%	29%	58%	58%	57%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：观察期分别代表降准公告日的前一周、后一周、后一个月、后三个月。若对应日期没有数据，则选取附近最近有数据日作为近似替代；计算胜率时，股指上行为胜，债券收益率下行为胜。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn