

# 9月14日降准点评

## 全年中长期流动性需求已基本满足

北京时间9月14日，中国人民银行决定于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%。此次降准时点幅度符合预期，在中长期流动性缺口加大之际，适时降准满足了金融机构资金面需求。往后来看，我们认为：1. 本次降准紧跟多项政策组合拳，体现出央行逆周期调节力度不减，后续流动性无虞；2. 两次降准后全年中长期流动性需求已基本满足，在后续中期借贷便利等量续作的情况下，降准必要性下降，但也存在降准置换中期借贷便利的可能性；3. 后续降息可能性有限，从今年前两次降息规律来看，社融尤其是表内融资数据不及预期、资金利率中枢下行是降息主要的触发因素，8月表内融资数据有所回暖，9月专项债融资持续发力，预计社融将连续企稳，且目前资金利率偏紧，整体来看难以构成降息环境；4. 2018年以来相对于降息，降准更多用于补充流动性而非传递宽松信号，因此降准对于长端利率往往偏中性，但短端利率受降准释放流动性影响更大，预计此次降准后8月以来的短端利率上行趋势有所缓解。

- **本轮降准时点符合预期。**本次降准延续了3月17日降准的风格，国常会并未进行提前预告，而往年降准往往紧跟于国常会宣布之后落地。但市场普遍对于降准有所预期，主要由于近期中长期资金缺口加大，一是8月至9月新增专项债发行规模较高，二是8月至12月中期借贷便利到期规模较大，自8月起分别为4000亿元、4000亿元、5000亿元、8500亿元、6500亿元，三是地产放松政策可能带动的居民改善性和刚性住房需求阶段性释放。多重因素叠加近期稳增长政策频出，导致8月以来资金面持续偏紧，跨月后随着新增专项债集中发行，9月中旬资金面再度趋紧，降准必要性上升。
- **流动性持续收紧风险有限。**与3月降准时点相比，本次降准时点更为及时。一是尽早对冲9月中长期流动性缺口，二是提早应对跨季资金面紧张，三是与降息时点相近更利于政策配合实施。从近期央行密集逆周期调节操作来看，6月以来，降息、降低存量首套住房贷款利率、下调金融机构外汇存款准备金率、大额公开市场操作、降准等政策组合拳连续发力，央行呵护市场流动性态度明显，流动性持续收紧风险有限。
- **全年中长期流动性需求已基本满足。**本次降准幅度仍为25bp，截至目前已是第四次仅降准25bp。历史最低存款准备金率为6%，如果以此为下限，理论上还有约140bp空间，降准空间有限，但仍有腾挪余地。不过从中长期流动性缺口角度来看，今年两次降准叠加其他中长期流动性投放工具已基本满足金融系统扩表需求。随着金融系统扩表，超储规模扩张需要相应的长期资金投放，以2022年为例，上缴结存利润和两次降准分别投放1.13万亿元和1万亿元长期资金，共计约2万亿元长期资金；对应至2023年，截至9月中期借贷便利净投放8360亿元，两次降准净投放约1.1万亿元，上半年结构性货币政策工具净投放4272亿元，在今年通胀整体偏弱的情况下，目前中长期流动性净投放量基本可以满足全年中长期流动性需求。
- **后续不排除降准置换中期借贷便利的可能性。**从稳增长的角度来看，经济复苏仍在途中，4月以来制造业PMI持续处于荣枯线以下，下半年金融信贷数据结构走弱，存在持续进行逆周期调节的可能性。另一方面，四季度中期借贷便利到期规模较大，合计2万亿元，同样存在降准置换中期借贷便利的可能性。
- **风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。**

### 相关研究报告

《8月金融数据点评：内生性融资需求仍然偏弱》20230912

《如何看待近期人民币汇率走势》20230911

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

事件：北京时间9月14日，中国人民银行决定于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%。

### 本次降准时点是否合意？

**本轮降准时点符合预期。**本次降准延续了3月17日降准的风格，国常会并未进行提前预告，而往年降准往往紧跟于国常会宣布之后落地。但市场普遍对于降准有所预期，主要由于近期中长期资金缺口加大，一是8月至9月新增专项债发行规模较高，二是8月至12月中期借贷便利到期规模较大，自8月起分别为4000亿元、4000亿元、5000亿元、8500亿元、6500亿元，三是地产放松政策可能带动的居民改善性和刚性住房需求阶段性释放。多重因素叠加近期稳增长政策频出，导致8月以来资金面持续偏紧，跨月后随着新增专项债集中发行，9月中旬资金面再度趋紧，降准必要性上升。

**流动性持续收紧风险有限。**与3月降准时点相比，本次降准时点更为及时。一是尽早对冲9月中长期流动性缺口，二是提早应对跨季资金面紧张，三是与降息时点相近更利于政策配合实施。从近期央行密集逆周期调节操作来看，6月以来，降息、降低存量首套住房贷款利率、下调金融机构外汇存款准备金率、大额公开市场操作、降准等政策组合拳连续发力，央行呵护市场流动性态度明显，流动性持续收紧风险有限。

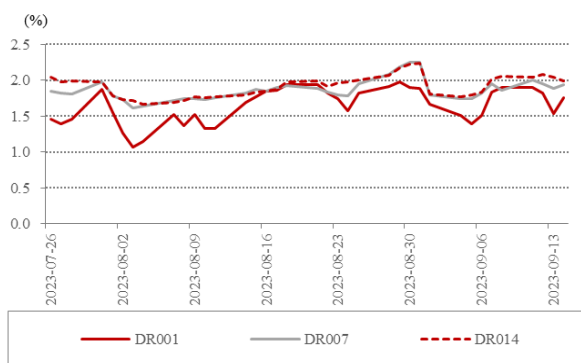
### 25bp 降准是否够用？

**全年中长期流动性需求已基本满足。**本次降准幅度仍为25bp，截至目前已是第四次仅降准25bp。历史最低存款准备金率为6%，如果以此为下限，理论上还有约140bp空间，降准空间有限，但仍有腾挪余地。不过从中长期流动性缺口角度来看，今年两次降准叠加其他中长期流动性投放工具已基本满足金融系统扩表需求。随着金融系统扩表，超储规模扩张需要相应的长期资金投放，以2022年为例，上缴结存利润和两次降准分别投放1.13万亿元和1万亿元长期资金，共计约2万亿元长期资金；对应至2023年，截至9月中期借贷便利净投放8360亿元，两次降准净投放约1.1万亿元，上半年结构性货币政策工具净投放4272亿元，在今年通胀整体偏弱的情况下，目前中长期流动性净投放量基本可以满足全年中长期流动性需求。

**后续不排除降准置换中期借贷便利的可能性。**从稳增长的角度来看，经济复苏仍在途中，4月以来制造业PMI持续处于荣枯线以下，下半年金融信贷数据结构走弱，存在持续进行逆周期调节的可能性。另一方面，四季度中期借贷便利到期规模较大，合计2万亿元，同样存在降准置换中期借贷便利的可能性。

**综上所述，此次降准时点幅度符合预期，在中长期流动性缺口加大之际，适时降准满足了金融机构资金面需求。**往后来看，我们认为：1. 本次降准紧跟多项政策组合拳，体现出央行逆周期调节力度不减，后续流动性无虞；2. 两次降准后全年中长期流动性需求已基本满足，在后续中期借贷便利等量续作的情况下，降准必要性下降，但也存在降准置换中期借贷便利的可能性；3. 后续降息可能性有限，从今年前两次降息规律来看，社融尤其是表内融资数据不及预期、资金利率中枢下行是降息主要的触发因素，8月表内融资数据有所回暖，9月专项债融资持续发力，预计社融将连续企稳，且目前资金利率偏紧，整体来看难以构成降息环境；4. 2018年以来相对于降息，降准更多用于补充流动性而非传递宽松信号，因此降准对于长端利率往往偏中性，但短端利率受降准释放流动性影响更大，预计此次降准后8月以来的短端利率上行趋势有所缓解。

图表 1. 8月以来资金面波动加剧



资料来源: Wind, 中银证券

图表 2. 下半年超储率下降较快



资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. 降准后股债表现

时间	提及降准	降准方式	上证综指表现 (%)		10 年期国债表现 (bp)	
			T+1	T+5	T+1	T+5
2023/9/14	/	全面降准 0.25 个百分点				
2023/3/17	/	全面降准 0.25 个百分点	(0.48)	0.46	(0.98)	0.74
2022/11/25	国常会提及“适时适度运用降准等货币政策工具”	全面降准 0.25 个百分点	(0.75)	1.76	3.00	3.76
2022/4/13	国常会提及“适时运用降准等货币政策工具”	全面降准 0.25 个百分点	1.22	(1.12)	0.25	6.99
2021/12/3	总理提及“运用多种货币工具, 适时降准”	全面降准 0.5 个百分点	(0.50)	1.63	(5.25)	(2.75)
2021/7/7	国常会提及“适时运用降准等货币政策工具”	全面降准 0.5 个百分点	(0.79)	(0.71)	(7.24)	(11.98)
2020/6/17	国常会提及“综合运用降准、再贷款等工具”	未降准	0.12	1.49	(2.75)	(1.88)
2020/3/31	国常会提及“进一步实施对中小银行定向降准”	定向降准两次, 每次 0.5 个百分点	(0.57)	2.56	(3.49)	(10.30)
2020/3/10	国常会提及“抓紧出台普惠金融定向降准措施, 并额外加大对股份制银行的降准力度”	定向降准 0.5-1 个百分点	(0.94)	(7.25)	(0.51)	10.05
2019/12/23	总理提及“进一步研究采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种措施”	全面降准 0.5 个百分点	0.67	2.61	(1.26)	(3.39)
2019/9/4	国常会提及“及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”	全面降准 0.5 个百分点+定向降准两次, 每次 0.5 个百分点	0.96	1.74	(3.00)	0.52
2019/4/17	国常会提及“抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金的政策框架”	定向降准三次, 每次 0.5 个百分点	(0.40)	(1.88)	(3.49)	4.05
2018/12/24	国常会提及“完善普惠金融定向降准政策”	全面降准两次, 每次 0.5 个百分点	(0.88)	(1.31)	(3.70)	(12.18)

资料来源: 中国人民银行, 万得, 中银证券。注: T+5 为后续五个交易日

**风险提示: 经济下行压力加大; 流动性超预期收紧; 地产复苏不及预期。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371