

2023-09-14

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号固定收益组 张菁
从业资格号 F3022617
投资咨询号 Z0013604固定收益组 程小庆
从业资格号 F3083989
投资咨询号 Z0018635

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

事件：为巩固经济回升向好基础，保持流动性合理充裕，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%。

逻辑：

1、第一，投放中长期流动性，缓解银行信贷投放的流动性约束，为信贷投放、政府债券发行和地方政府化债营造合理充裕的流动性环境。8月降息以来，在信贷稳定增长 + 政府债券融资放量 + 同业存单到期量较大的综合因素下，货币市场流动性较为紧张，大行净融出低于4万亿水平，DR007（20DMA）上行至1.93%，高于OMO 7D利率13bp；1Yr NCD价格上行至2.47%，Shibor 3M利率上行至2.14%。9月为传统信贷投放月，叠加专项政府债券需在9月底前发行完毕、银行面临跨季压力、接下来两周仍有5000亿左右的周度同业存单到期压力，中国人民银行通过降准投放中长期流动性。

2、第二，从央行公告和二季度《中国货币政策执行报告》中的表述来看，后续中国人民银行仍将保持积极态势，降息仍然可期。央行在降准公告中指出“精准有力实施好稳健货币政策，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，更好地支持重点领域和薄弱环节，兼顾内外平衡，保持汇率基本稳定，稳固支持实体经济持续恢复向好，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”。较一季度，二季度《中国货币政策执行报告》新增表述一是“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”，经验来看这一表述往往对应降息操作；二是“着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率”；三是“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”

3、第三，此次降准公告较3月新增“保持汇率基本稳定”，与9月1日央行调降外汇存款准备金结合起来，两大准备金双双调降，政策组合拳显示出中国人民银行以我为主，兼顾内外平衡的政策思路。我们曾在点评报告《9月1日降外汇存款准备金点评：汇率政策搭台，货币延续宽松可期》中指出“此次降低外汇存款准备金时点，早于OMO操作公告时点，从政策搭配角度看，宽货币姿态下，跨月后资金利率将转松，货币政策将继续锚定国内经济和信贷平稳。对于汇率波动带来的负面影响，央行仍有外汇风险准备金、离岸央票等工具可供使用，不会对货币宽松形成明显制约，后续降息依然可期”。

4、第四，对债券市场来说，中国人民银行偏积极的货币政策姿态并不等价于资金面感受持续偏松。原因一是回溯8月以来的货币政策操作，很大程度上体现了对于二季度《中国货币政策执行报告》中“着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率”的诉求，在此政策思路下，央行不再通过宽货币推动宽信用，宽货币不再前置宽信用，本质是央行对企业中长期贷款增速和M1增速走势背离的回应，亦体现出对于“资金空转”的警惕。二是根据周期位置经验，PPI同比触底后，即便是在环比偏弱 + 基数效应下缓慢回升，资金利率也难以进一步下行，可参考经验分别是2015Q4和2019Q4；三是美国朱格拉周期有启动可能，亦会带动中国出口上行，如果和一线城市房地产销售形成共振，可能会触发中国人民银行边际转紧；四是中国非食品CPI、服务CPI已连续两个月位于季节性高位，但市场对通胀的认识显然不足。

5、第五，对于汇率市场来说，人民币进一步贬值的空间已经有限，但在掉期点深度倒挂 + 美元指数偏强运行的背景下，人民币升值仍需等待地产政策见效或美国朱格拉周期启动带动中国出口反弹。预计运行区间在7.1 - 7.4（详见报告《四大央行货币政策和汇率市场展望：泾渭分明》）。

风险提示：中国房地产销售超预期；美联储紧缩超预期。

免责声明：除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权/或其他相关知识产权。未经授权，不得发送或复制本报告任何内容。中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。本报告并不构成中信期货给予的任何私人咨询建议。