



提振信心，稳固增长

——2023 年 9 月 14 日全面降准点评

9 月 14 日，央行宣布将于 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 7.4%。

一、政策特征：提前谋划，整体部署

初步估计，本次全面降准将释放超 5,000 亿基础货币，根据 8 月货币乘数，可增加广义货币供给 4 万亿，节约银行成本约 44 亿。总体上看，本次降准有两大特征。

首先，降准操作时点略超预期。根据中央政治局会议“发挥总量和结构性货币政策工具作用”的要求，市场对下半年降准落地有一致预期，但本次降准时点仍有所提前，释放积极“提信心”“稳增长”的政策信号。一方面，本次降准与降息之间仅间隔一个月，而过去三年货币政策总量操作至少间隔两个月；另一方面，本次降准宣布日期和实施日期之间仅间隔一天，而过去三年间隔通常在 5 天以上。此外，本次选择在经济数据发布日前一天降准，进一步强化了积极信号。

其次，本次降准是近期货币政策系列操作的一环，体现了“以我为主”的鲜明特征。在此次降准之前，央行就进行了提前谋划、周密部署。一是稳定人民币汇率。由于中美经济政策分化加剧，人民币贬值压力加大，9 月以来，央行先后通过调降外汇存款准备金率 2pct、加强对外汇市场自律机制成员的行为监督和自律管理、拟在离岸市场发行 150 亿元央票回笼离岸人民币等措施，保持人民币汇率总体稳定，实现小幅升值，为降准打好基础。二是平滑资金供给，9 月以来央行 OMO 已累计回笼 5,670 亿，降准当天大幅净回笼 6,400 亿，有效防范资金面的大幅波动。

二、经济影响：提振信心，稳固增长



一是“提信心”，释放积极政策信号。此次降准贯彻落实了 7 月政治局会议“加大宏观政策调控力度”“加强逆周期调节”的要求，体现了“着力扩大内需、提振信心、防范风险”的政策立场。三季度以来，资本市场和房地产市场表现仍然低迷，显示市场信心不足。8 月 15 日降息以来，股市整体表现震荡偏弱，北向资金持续净流出。尽管房地产市场新政密集出台，但从高频数据看，9 月一线城市新房和二手房成交量同比冲高回落，低线城市楼市表现总体钝化。

二是“宽货币”，保持流动性合理充裕。8 月下旬以来，央行持续通过 OMO 补充基础货币，但银行间流动性仍边际收紧、资金利率持续上行。8 月末 OMO 余额超过 1.5 万亿元，处于非季节性偏高水平。8 月 DR001 均值为 1.64%，环比上行 28bp，处于今年 3 月以来的较高水平；DR007 中枢为 1.86%，持续高于政策利率。前瞻地看，本次降准可有效满足未来一段时间内的增量资金需求。一是 9 月专项债剩余超 7,000 亿等待发行，再加上一般债和普通再融资债券，地方债发行规模或超万亿。此外，特殊再融资债券最早将在 9 月发行，导致利率债供给进一步增加。二是 9 月中旬缴税量预计超过 1 万亿，9 月底适逢月末、季末和国庆假期，对跨期资金的需求上升。三是 9-12 月份 MLF 到期量高达 2.4 亿，略高于近三年均值。

三是“稳增长”，支撑广义流动性修复。目前 PPI 和企业利润仍陷收缩，企业资本开支意愿不强，信贷需求不足。8 月非金融企业中长贷当月新增，同比少增 909 亿；短贷减少 401 亿，同比多减 280 亿。社融存量同比增速仅为 9%，处于历史低位。另外，随着货币流通速度下降，货币效能降低，支撑实体经济增长需要的货币供给量上升。本次降准可降低金融机构融资成本，激励放贷以支持实体经济。目前商业银行向央行借款的中长期融资成本为 MLF 利率 2.5%，与存款准备金利率 1.62% 的利差为 88bps，本次降准可降低商业银行融资成本约 44 亿元，为金融支持实体经济提供激励。

四是“防风险”，稳定商业银行净息差。今年以来，尽管商业银行



资产规模和利润总额持续扩大，但受宏观形势和市场竞争影响，银行只得以“以量补价”，盈利能力有所下降。相较去年同期，今年二季度商业银行净利润增速下降 4.5pct 至 2.6%，资产利润率下降 0.07pct 至 0.75%。二季度商业银行净息差已降至 1.74%，其中大型商业银行净息差为 1.67%，均低于利率自律机制合格审慎评估的 1.8% 标准。值得注意的是，据票交所统计，7 月份银行商票逾期环比增长 356%，其中涉及地方城、农商行，显示中小金融机构风险仍然较大。本次降准或带动同业存单发行价格下行，将有助于商业银行维持合理利润和净息差水平，以实现维持稳健经营、防范金融风险，有效贯彻落实 7 月政治局会议“稳步推动高风险中小金融机构改革化险”的要求。

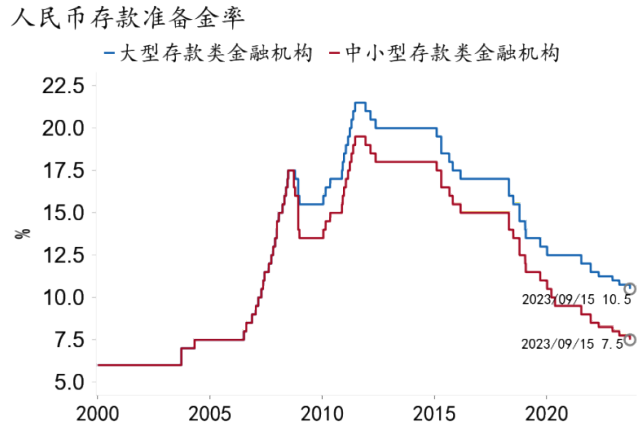
三、前瞻：政策仍有宽松空间

总体上看，本次降准靠前发力，反映政策积极“稳增长”“提信心”的坚定立场。后续政策仍有可能相机抉择，进一步加大逆周期调节力度，托底经济实现全年 5% 左右的增长目标。降准方面，2018 年以来法定存款准备金率已从 15% 下降至 7.4%，考虑到 5% 或是阶段性下限，未来央行需要进一步集约利用政策空间。降息方面，考虑到 8 月降息并未调降 5 年期以上 LPR 利率，同时目前贷款利率加点仍在压缩，不排除未来仍有降息可能。

（作者：谭卓 牛梦琦）

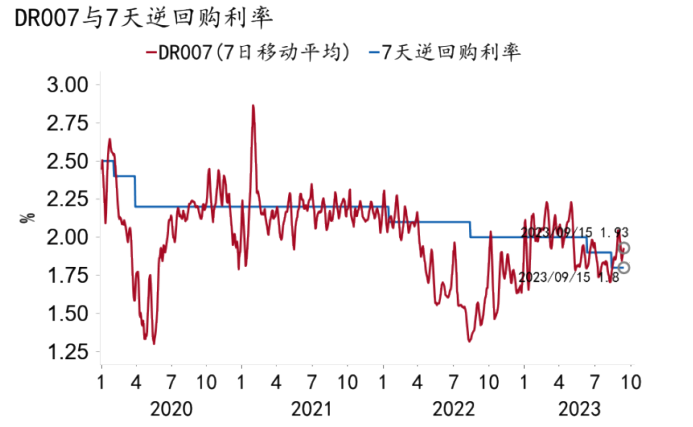
附录

图 1：本次存款准备金率下调 0.25pct



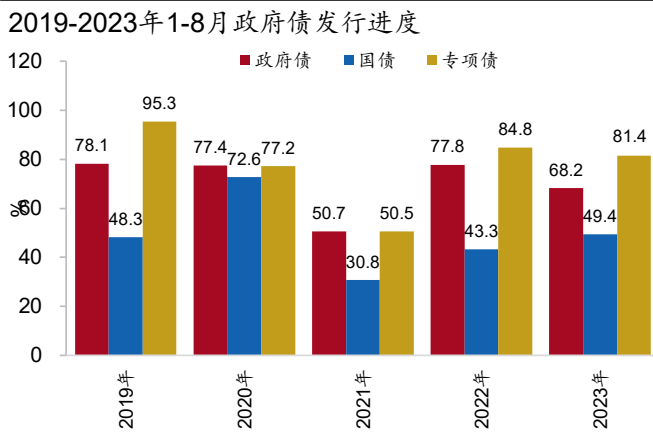
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：DR007 持续高于政策利率



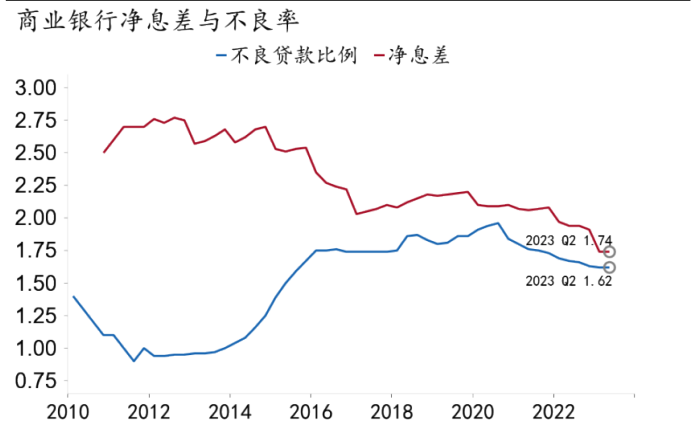
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：相较往年，9 月份政府债发行压力较大



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：商业银行净息差降至 1.74%，仅略高于不良率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院