

# 宏观与金融研究

中国民生银行研究院

2023年3月18日

温彬 民生银行首席经济学家  
民生银行研究院院长  
王静文 中国宏观经济研究  
张丽云 货币政策与流动性研究  
应习文 国际宏观经济研究  
孙莹 财政政策研究  
李鑫 外汇商品研究  
杨美超 外资外贸研究  
韩思达 资产配置研究

联系人：孙莹

电话：010-58560666-6473

邮件：sunying16@cmbc.com.cn

## 【政策解读】

### 降准加快落地，有何考量、影响几何？

#### 【内容摘要】

3月17日傍晚，央行宣布降准，决定于3月27日降低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7.6%。

2023年首次全面降准，在方向上符合预期，但在时点上超出预期。在本月MLF超额续作后，央行随即宣布降准，打出政策组合拳，应主要源于：

一是当前经济呈回升向好走势，但复苏基础尚不稳固，经济和金融数据均存结构性隐忧，降准有助于更好支持实体经济，配合财政前置发力、提振市场主体信心，推动经济修复“提质增效”。

二是信贷快速扩张下银行资产负债错配压力凸显，缴准需求增加，降准有助于释放中长期流动性，增加银行体系资金稳定性。落地时点选在季末前，也将助力资金平稳跨季；在当前海外银行业风险加大、全球流动性承压环境下，也有助于平稳预期，呵护国内银行业平稳运行。

三是银行负债成本高企，净息差持续收窄，降准有助于降低金融机构资金成本，并促进实体综合融资成本稳中有降。

后续看，年内大概率还有一次降准，10月或是重要的观察窗口期。

# 降准加快落地，有何考量、影响几何？

温彬 张丽云

## 事件

3月17日傍晚，央行宣布降准！决定于2023年3月27日降低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7.6%。

本次降准旨在推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平，保持银行体系流动性合理充裕。

### 一、“情理之中、预期之外”的首次降准

3月17日，今年首次全面降准落地，方向上符合预期，但时点上超出预期，可以说既在情理之中，又在市场的意料之外。

开年以来，信贷投放节奏较快、超储率大幅下降，叠加缴税缴款、地方债前置发行、现金取现等多因素扰动，银行间流动性加快收敛，资金利率中枢快速上行、波动加大；银行资产负债匹配压力显著上升，对中长期同业存单等主动负债的发行需求加大，同业存单利率居高不下，银行负债端持续承压。在此背景下，市场对于降准一直抱有期待。3月3日，易纲行长表示“用降准的办法来提供长期的流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式，使整个流动性在合理充裕的水平上”，也使得用降准来投放基础货币、释放中长期流动性的概率大增。

而为维持流动性合理充裕，2月以来央行每日加大逆回购投放，当月OMO存量升至2万亿元附近；各月MLF净投放也逐步加大，从1月的790亿元到2月的1990亿元，再到3月15日的2810亿元，持续为市场提供中期流动性支持。为此，在3月MLF大量超额续作、OMO存量已降至正常水平、前两个月金融和经济数据均好转，且后续信贷投放节奏或回归常态、同业存单到期量回落的情况下，市场对于当前实施降准的预期大幅下降。

从过往经验看，若金融机构存在中长期负债和流动性缺口，在经济向好时期，央行通常会选择MLF来满足市场资金需求；在经济下行时期，央行一般会通过降准来满足。此次央行打出“降准+MLF超额续作”的组合拳，较为罕见，整体超出市场预期。

## 二、“降准+MLF超额续作”组合拳，有何考量？

一是经济复苏基础尚不稳固，经济和金融数据均存结构性隐忧，降准有助于更好支持实体经济，推动经济修复“提质增效”。

在当前实体经济稳步修复下，央行官宣降准略显意外，但结合当前实体修复结构、潜在隐忧，以及两会政策定调和此次“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”的表态，降准加快落地，意在进一步推动经济修复且实现“提质增效”。

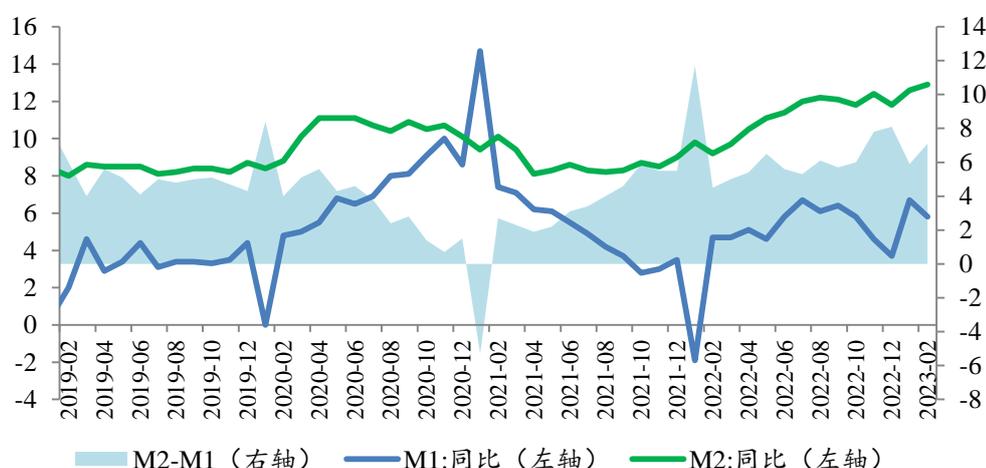
从经济数据看，今年前两个月主要经济指标呈现回升向好走势，但整体复苏基础尚不稳固。虽然工业增加值、社零及固定资产投资数据均有好转，但汽车和耐用品消费数据偏弱，内需发力还有较大空间；2月CPI同比涨幅明显低于预期，由上月的2.1%

大幅回落至 1%，也表明消费反弹力度仍较为温和；考虑到近期全球金融市场动荡，外需的不确定性仍然存在；且就业市场面临较大压力、房地产市场和民间投资仍有待稳定，成为影响经济运行的重要变量。

从金融数据看，新增信贷和社融虽延续放量，但结构分化明显，对公中长期贷款仍为信贷主力，居民端购房和消费需求整体仍弱，影响整体宽信用的进程；M2 增速远高于 M1 增速（2 月 M2-M1 剪刀差为 7.10%），企业存款增速显著高于 M1 增速（2 月分别为 10.1%、5.8%），表明企业存款依然存在定期化现象，贷款或许并未完全有效转化成为企业经营投资需求，企业生产经营活动还偏谨慎，实体经济恢复仍需货币、财政等政策继续协同发力。

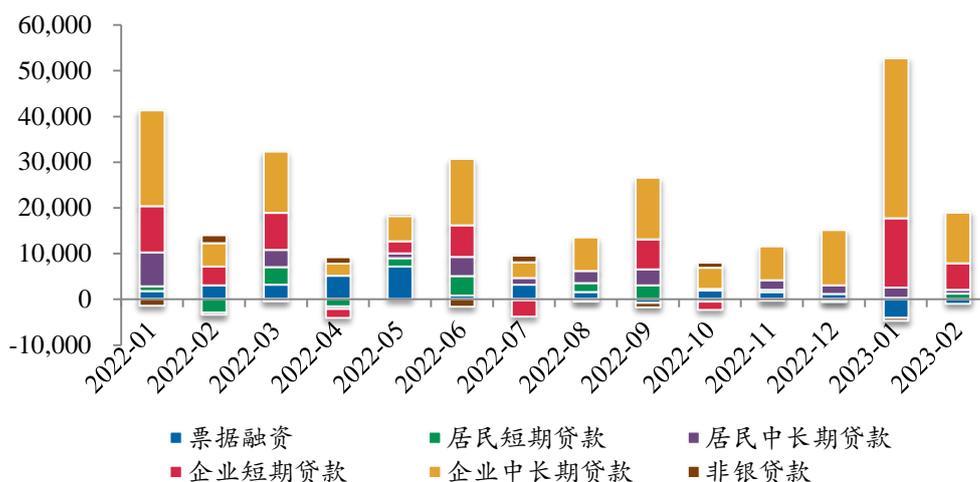
在此背景下，货币政策仍需维持相对宽松态势，降准可以更好的引导金融机构加大对实体经济的支持、配合财政前置发力、提振市场主体信心。

图 1：M2 增速远高于 M1 增速（%）



资料来源：Wind

图 2：当前信贷结构分化仍明显（亿元）



资料来源：央行、Wind

二是信贷快速扩张下银行资产负债错配压力凸显，缴准需求增加，降准有助于释放中长期流动性，增加银行体系资金稳定性。

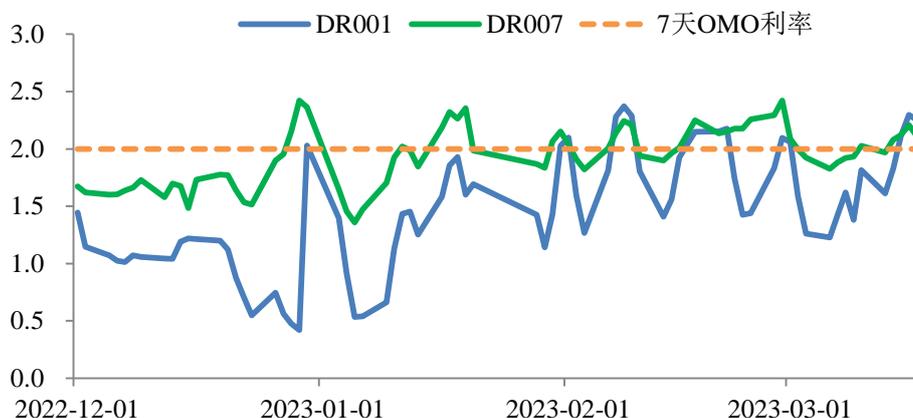
开年以来信贷投放节奏较快，超储率快速下降，银行间流动性维持低位。在大行加大信贷投放且中长期贷款占比较高情况下，头部银行资产负债匹配压力显著上升，对中长期同业存单等主动负债的发行需求加大，也促使同业存单利率居高不下，银行负债端持续承压。

考虑到 3 月信贷需求仍较为旺盛、地方债发行规模大增、同业存单到期规模较高，资金面紧平衡延续，银行中长期负债仍承压。MLF 超额续作可边际缓解银行所需负债缺口，但无法有效解决存款高增衍生的缴准需求。在缴税、跨季等因素扰动下，3 月 15 日 MLF 超额续作后，资金利率延续上行，DR001、DR007 一度升至 2.30%、2.21% 的高位，远超政策利率水平。

此次降准可释放 5000-6000 亿元中长期流动性，有助于减缓银行缺长钱压力；正式落地的时间点选在季末前，也将助力资金

平稳跨季；此外，在当前海外银行业风险加大、全球流动性承压环境下，此举也有助于平稳预期，呵护国内银行业平稳运行。

图 3：年初以来，资金利率中枢快速上行、波动加大（%）



资料来源：Wind

图 4：同业存单利率居高不下，1 年期同业存单与 MLF 的利差不断缩窄（%）



资料来源：Wind

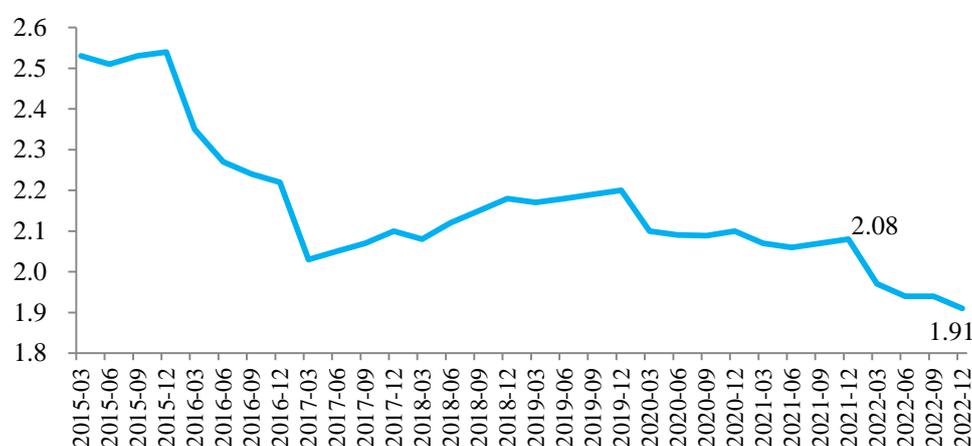
三是银行负债成本高企，净息差持续收窄，降准有助于降低金融机构资金成本，并促进实体综合融资成本稳中有降。

今年以来资金利率大幅上行，MLF 虽加量投放，但价格偏高（2.75%），降准对于降低金融机构资金成本更为有效。此次降准可释放低成本资金 5000-6000 亿元，除提供中长期流动性外，

还将推动银行负债成本下降 5000/6000\* (2.75%-1.62%) =56.5/67.8 亿元。

在当前银行业负债成本高企、净息差收窄至历史低位(1.91%)的情况下,央行适时降准可为其继续降低实体融资成本扩展空间,稳经济、降成本,并有效缓解银行负债和经营压力,增强经营稳健性和抗风险能力。

图 5: 当前商业银行净息差降至历史低位 (%)



资料来源: Wind

### 三、降准幅度仍较为克制, 后续政策如何演变?

此次降准 0.25 个百分点, 延续去年以来的幅度, 显示央行需保持一定的货币政策空间, 0.25 个百分点也成为未来降准的新标尺。且最近几次降准, 法定存款准备金率 5% 的机构都不再纳入, 某种程度上 5% 也可视为目前法定存款准备金率的底线。

对此, 易纲行长在 3 月 3 日的新闻发布会上曾表示, “目前我们货币政策的一些主要变量的水平是比较合适的, 实际利率的水平也是比较合适的。至于降准, 过去五年, 通过 14 次降准,

不到 8%的法定存款准备金率，不像过去那么高了”，也表明为避免当利率到零后，传统的货币政策传导机制失效，货币政策的空间（法定存款准备金率、利率向下调整的空间）尚需珍惜。

表 1：本次降准后各类金融机构的存款准备金率

机构类型		存款准备金率
农业发展银行		5.00%
国有大行		9.25%
股份制商业银行		7.25%
城市商业银行		7.25%
	仅在本省级行政区域内经营、区域外未设分支机构的城商行	5.00%
外资银行		7.25%
民营银行		7.25%
农村商业银行	非县域农商行	5.50%
	县域农商行	5.00%
农村合作银行		5.00%
农村信用社		5.00%
村镇银行		5.00%
财务公司		5.00%
金融租赁公司		5.00%
汽车金融公司		5.00%

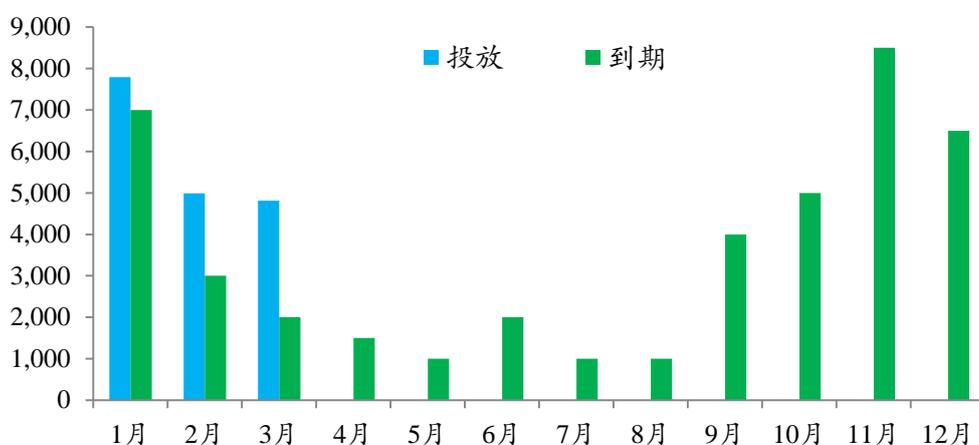
资料来源：Wind

此外，当前降准的宽松信号意义在减弱，更多扮演投放基础货币的角色。此次降准加快落地，核心在于补充中长期流动性、降低金融机构负债成本，更好支持实体经济“提质增效”，并不意味着货币政策基调转向全面宽松，稳健的货币政策基调未变。结合“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，保持货币信贷总量适度、节奏平稳”“不搞大水漫灌，兼顾内外平衡”的

要求，后续货币政策仍是“精准有力”，以适度宽松呵护经济恢复性增长，并更多通过结构性工具更好支持重点领域和薄弱环节，同时根据国内外宏观环境变化相机抉择、灵活调整。

在结构性流动性短缺框架下，随着全年信贷投放大概率同比多增，存款派生导致的超储消耗将构成中长期流动性缺口，需要央行继续通过降准、MLF、OMO 净投放和结构性货币政策工具等予以补充。结合历史规律（央行每隔 7-8 个月时间会实施一次降准）、银行负债压力（四季度 MLF 和司库负债到期量大）以及稳经济需要，年内大概率还有一次降准，10 月或是重要的观察窗口期。

图 6：2023 年四季度 MLF 到期压力加大（亿元）



资料来源：Wind

#### 四、降准对市场影响几何？

对资金面而言，在降准带来增量中长期资金的助力下，银行间流动性大概率重回稳中偏松格局，跨季流动性料平稳无虞，资金利率下行确定性高。同时由于中长期低成本资金占比提升，存

单供需矛盾有望得到进一步缓解，存单利率存在一定回落空间。

**对 LPR 而言**，在银行负债成本走高和此次降准幅度较小下，应不足以推动 3 月 LPR 的下调；后续调降仍有赖于 MLF 利率下调和银行负债端成本节约的累积效应。且央行认为当前的实际利率水平已较为合适，短期继续引导 LPR 下降的空间相对有限；但通过差异化的定向降息，刺激地产等需求，支持实体经济重要领域和薄弱环节，仍是政策引导方向。

**对债市而言**，降准引致资金面宽松下，债市利率或趋于阶段性下行。从历史上看，在公开提及和公布降准后的 5-10 个交易日，10Y 国债利率以下行为主，均值在 1-2bp，中短端利率下行幅度更大。今年以来，短债利率在流动性偏紧的环境下明显上行，在降准助力下，短债压力或大为缓和。长端利率在基本面修复预期的分歧下整体窄幅波动，此次降准有助于缓解流动性压力，也表明当前经济修复的结构性问题犹存，仍需加大政策支持，短期内资金供给或仍强于融资修复，有利于长端利率下行；但降准也有利于宽信用进程加速，带来一定上行压力，长端整体偏震荡。

**对股市而言**，降准有助于缓解银行间资金面偏紧的局面，在近期海外风险事件频发的环境下，也有助于改善投资者情绪。预计降准会对股市带来小幅提振作用，但影响不会很大，基本面仍是影响股票定价的核心因素。历史数据也显示，降准有助于提振市场预期，上证指数上行次数占比较高，但整体幅度偏小。

**对房市而言**，降准增加中长期可贷资金，有助于增强金融机

构支持房地产企业融资的积极性，提升风险偏好，扶持房地产企业合理融资；同时，降准释放低成本资金，有助于金融机构进一步因城施策，通过差异化贷款利率，扶持刚性和改善型需求，助力房地产市场加快筑底企稳。

## 近期研究成果

1. 1月信贷大幅放量，“开门红”成色如何？（2023年2月11日）
2. 美加息预期再生变数，全球汇市何去何从（2023年2月11日）
3. 经济修复预期叠加流动性变局，2月债市怎么看？（2023年2月13日）
4. 2月MLF“加量平价”续作为哪般？（2023年2月15日）
5. 2月LPR报价为何继续“按兵不动”？（2023年2月20日）
6. 2.22国常会有哪些新关切（2023年2月22日）
7. 外汇都去哪儿了？——解析近3年国际收支平衡表（2023年2月24日）
8. 当前货币政策有哪些新的关注点——四季度货币政策执行报告解读（2023年2月26日）
9. 对当前经济形势的几个判断（2023年3月1日）
10. 地方债发行迎“开门红”（2023年3月2日）
11. 今年《政府工作报告》有哪些新看点？（2023年3月5日）
12. 出口降幅超预期收窄——1-2月进出口数据点评（2023年3月8日）
13. 美国就业通胀数据频超预期，全球汇市震荡延续——外汇市场回顾与展望（2023年3月8日）
14. 怎么看通胀超预期回落？——2月CPI、PPI点评（2023年3月10日）
15. 经济如期复苏，关注三大短板（2023年3月15日）

### 声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：[yjy@cmbc.com.cn](mailto:yjy@cmbc.com.cn)

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

