

宏观点评 20240115

降息缘何落空？—1月MLF操作点评

2024年01月15日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《大选年开年，美欧经济表现如何》

2024-01-14

《“开门红”到底红了谁？—国内宏观经济周报》

2024-01-14

■ **开年MLF“按兵不动”。**央行今日开展9950亿元MLF操作，利率为2.50%与上月持平，因1月有7790亿元MLF到期，本次MLF实现净投放2160亿元。而观察2023年12月数据：CPI同比-0.3%、信贷投放总量与结构偏弱，反映货币宽松加码“稳增长”的诉求不小，**为何1月降息落空？我们理解其原因一是近期利率宽松仍受外部限制，二是货币政策面尚处观察期。**

首先，外部汇率与银行息差压力仍未消除。汇率方面，跨年后美国非农与通胀数据强于预期，市场对美联储提前降息预期减弱，1月中旬美元指数于102点位止跌，对央行内部宽松仍有牵制。银行方面，2023年12月M2-M1“剪刀差”仍居高位，显示资金持续淤积在银行负债端，回溯来看，2023年年末的存款利率调降并未触发开年MLF降息，可能意味着当下银行息差压力仍大。

其次，年初政策面或处于落实与观察期。跨年前后PSL投放推进“三大工程”、京沪楼市松绑、以及住房租赁团体购房贷款等政策走向落实，对于年初经济运行的提振效果有待观察。另外，万亿增发国债落地后货币政策取向可能有所转变，中财办解读中央经济工作会议精神中明确“在化债进度、补充银行资本、政府债券发行等方面，财政政策和货币政策要加强配合”，**我们理解近期货币宽松更多发挥的是“补位”而非“前哨”作用。**

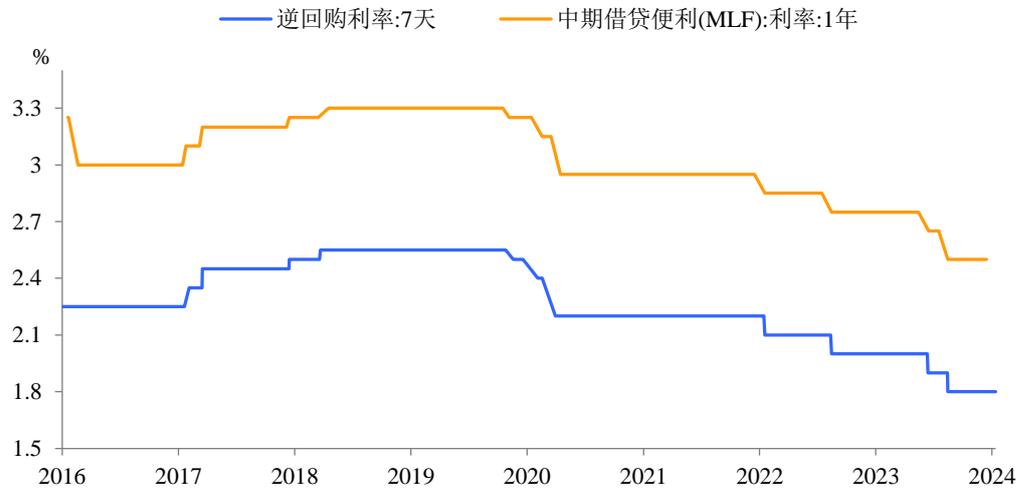
■ **往后看，一季度降息紧迫性仍高，窗口可能落在3月。**降息必要性方面，低通胀下实际利率仍高，政策利率需进一步调降以改善实体融资环境，今年利率宽松的主线依然确定；选择时点方面，3月是有利的窗口，届时美联储路径更加明朗，中美货币政策有望回归同步，且国内开年经济数据得以验证，同时货币宽松在两会召开前后落地能够更好释放货币稳增长信号。

降准调整至3-4月落地的概率更大。首先，考虑到今年信贷“开门红”诉求减弱以及资金“防空转”因素，央行可用PSL投放+MLF增量续作模式替代降准，保持春节前资金面平稳，因此1月来看，降息即便落空，降准的紧迫性也不强。其次，月内双降较为罕见，历史上近三次同月降息降准发生的背景分别为2008年金融危机、新兴市场衰退及疫情冲击，而当下使用双降的信号意义可能过强，**降准时点或避开降息当月。**

预计一季度降息后LPR将跟随下调，但降幅或受银行压力牵制。银行净息差自去年年初以来持续低于1.8%监管合意水平，“稳地产”还是“稳银行”逐渐难以兼顾。去年8月降息时，1年期LPR调降幅度即小于MLF，5年期LPR罕见保持不变为后续存量房贷降息让出空间。近期地方化债、房企防风险对银行压力有增无减，因此我们预计今年首次1年及5年期LPR利率的降幅可能在5-15bp。

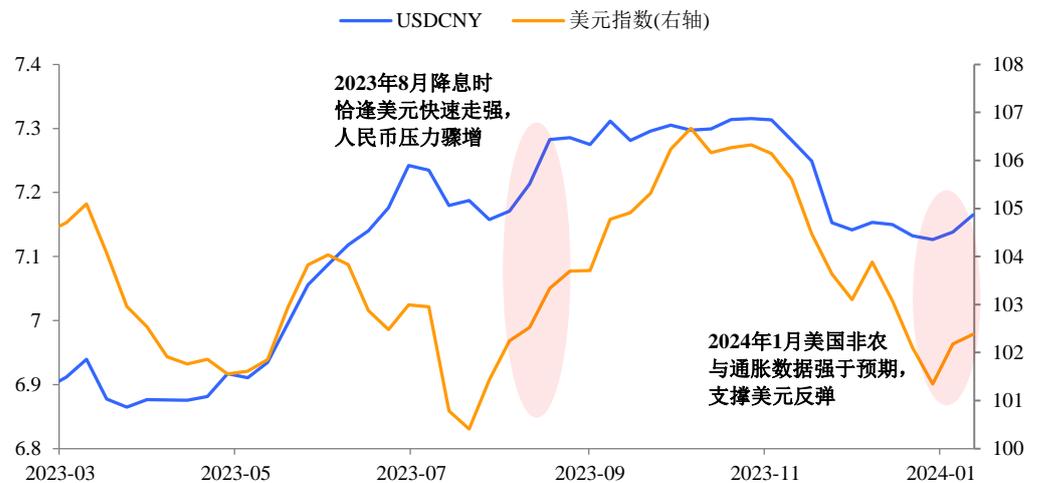
■ **风险提示：**政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩；一季度信贷投放量超预期。

图1: 央行逆回购与 MLF 利率连续第 5 个月保持不变



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 外部汇率压力仍未消除



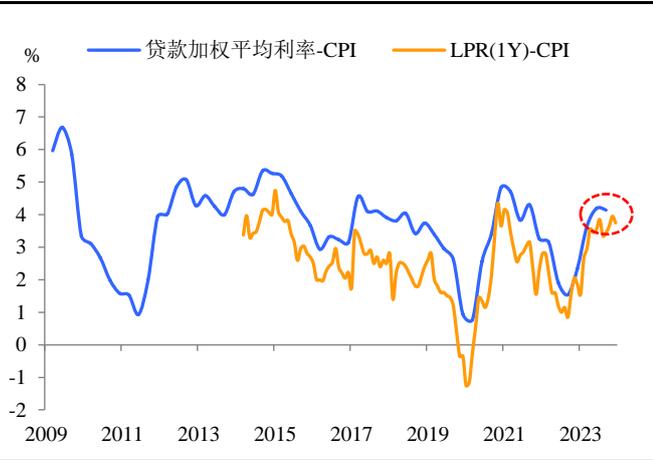
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023 年末的存款利率调降并未触发降息

存款降息时间	三年期定存利率降幅	最近一次央行降息		商业银行净息差
		时间关系	MLF降幅 1YLPR降幅	
2022.9	15bp	2022.8.15MLF降息→2022.9.15存款降息	10bp 15bp	1.94%
2023.6	15bp	2023.6.8存款降息→2023.6.13OMO降息	15bp 10bp	1.74%
2023.9	25bp	2023.8.15MLF降息→2023.9.1存款降息	15bp 10bp	1.73%
2023.12	25bp	2023.12.22存款降息→2024年1月MLF降息落空	/ /	

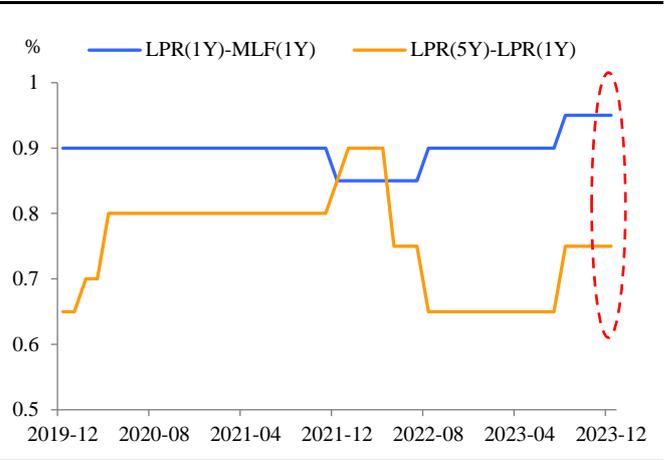
数据来源: Wind, 中国银行, 东吴证券研究所

图4: 近期实际利率依然偏高



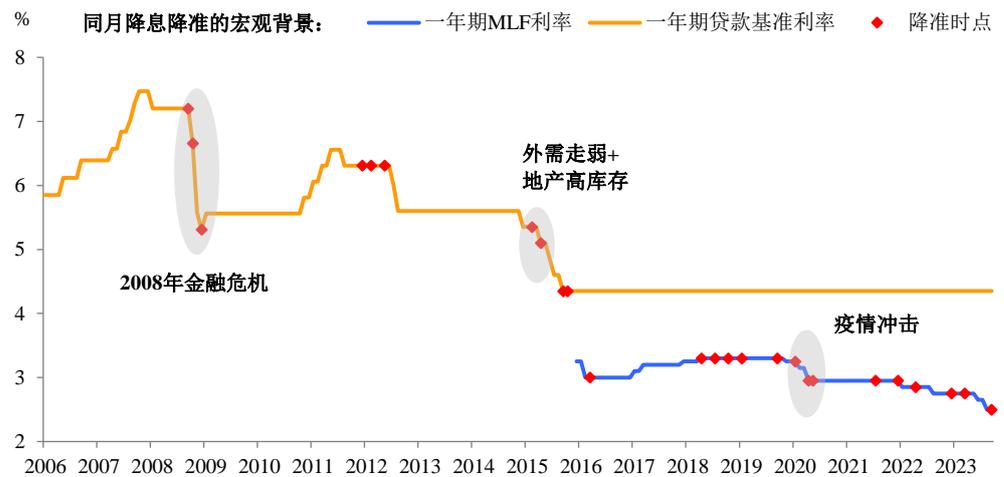
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2023 年 LPR-MLF 利差重新走阔



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 同月降息降准的宏观背景



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>