



宏观研究

【粤开宏观】意外的降准与落空的降息：原因、影响与展望

2024年01月24日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
电话：13645711472
邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】2023年中国经济复盘及2024年展望》2024-01-17

《【粤开宏观】全球财税趋势与2023年财税形势概览》2024-01-14

《【粤开宏观】省以下财政体制的四个总体特征、问题与建议》2024-01-09

《【粤开宏观】全球经济新格局：区域价值链的重构与三大中心的挑战》2024-01-04

《【粤开宏观】财税体制改革将向何处去：新形势与新方向》2023-12-26

事件

1月24日，中国人民银行宣布：自2024年2月5日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）；自2024年1月25日起，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、1月央行优先降准而非降息的三点原因.....	3
二、降准和定向降息的五大作用.....	5
三、稳股市、稳信心的根本在于稳经济、稳预期，货币政策仍有进一步加码的必要和空间，财政和房地产政策更要继续发力.....	5
（一）货币政策仍有进一步发力的空间.....	6
（二）积极的财政政策承担更大责任.....	6
（三）房地产政策做好保供给、促需求、稳房价.....	6

图表目录

图表 1： 商业银行净息差已降至历史最低.....	3
图表 2： 1月以来美债收益率回升，人民币汇率贬值压力增大.....	4
图表 3： 春节因素将导致居民和企业的取现需求激增.....	4
图表 4： 降准有助于提振当前低迷的股市.....	5



一、1月央行优先降准而非降息的三点原因

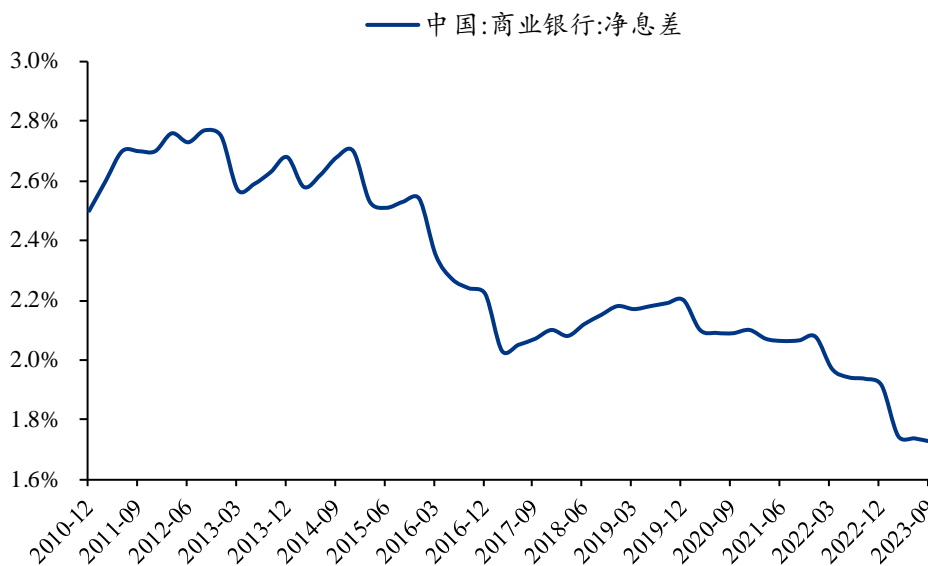
年初以来，市场对于1月降息抱有较强预期，然而1月15日的MLF利率和22日的LPR报价均未下调。与此同时，1月24日央行却超预期降准0.5个百分点，显著大于2022和2023年的四次降准的各0.25个百分点。

央行之所以优先选择降准而非降息，有以下三方面的考量：

第一，保障商业银行净息差，维护金融体系稳定。近年来政策持续推动金融业向实体经济让利，降低实体经济融资成本，2023年三季度商业银行净息差仅为1.73%，创历史新低。商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需要保持合理的利润和净息差水平。根据市场利率定价自律机制发布的《合格审慎评估实施办法（2023年修订版）》，监管对银行净息差“合意”标准为1.8%以上。2023年三季度，大型商业银行和城市商业银行的净息差分别为1.66%和1.60%，均跌破“警戒线”；股份制商业银行和农村商业银行的净息差分别为1.81%和1.89%，距离“警戒线”也仅一步之遥。

虽然降低MLF利率也能降低商业银行资金成本，但是需要考虑到以下三点的不足：一是MLF的净投放规模有限，且只是短期资金；二是商业银行向央行借MLF需要支付利息；三是MLF存在流动性分层效应，形成“央行—大中型商业银行—小型商业银行”的流动性传导链条。相较之下，降准能够一次性平等地为所有商业银行释放零成本长期资金，本次降准将向市场提供长期流动性1万亿元，并稳定银行净息差。

图表1：商业银行净息差已降至历史最低

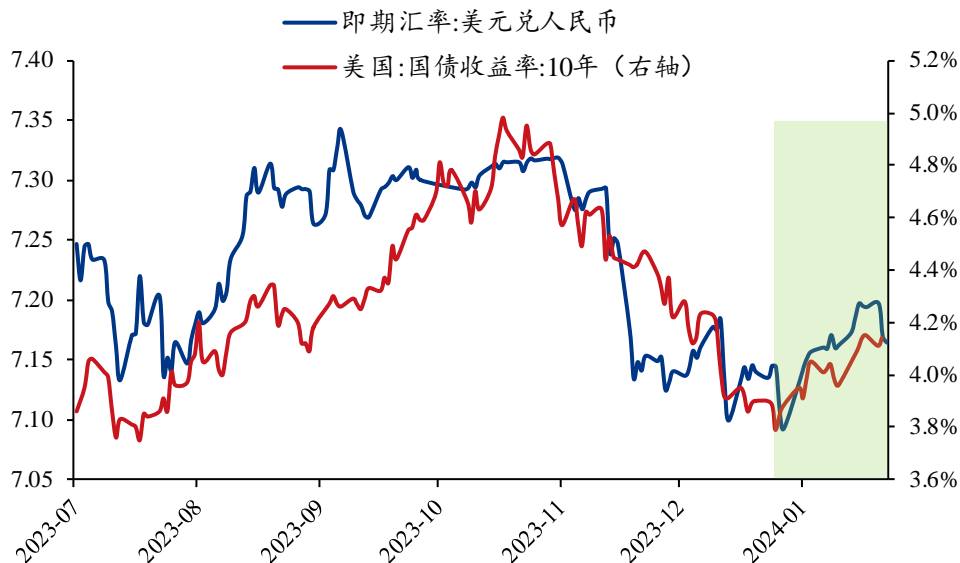


资料来源：Wind、粤开证券研究院

第二，降息受到防止资金空转、维护人民币汇率等多重约束。当贷款利率较低时，部分企业会利用低成本融资来购买理财产品进行套利，资金脱实向虚并积聚风险。此外，1月美国经济指标表现尚可，市场对美联储降息的预期有所降温，10年期美债收益率和美元指数走强，对人民币汇率形成压力。如果此时降息，不利于人民币汇率稳定。



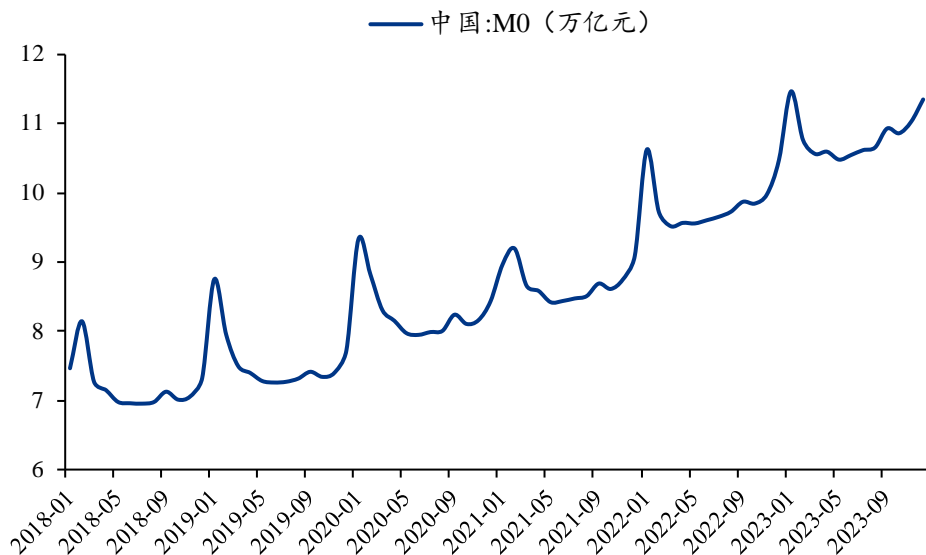
图表2：1月以来美债收益率回升，人民币汇率贬值压力增大



资料来源：Wind、粤开证券研究院

第三，降准有助于满足未来一段时间增加的流动性需求，呵护资金面平稳。2月春节临近，居民和企业的取现需求激增，以及之后政府债券的逐步发行，都将抽走银行间市场的流动性。将降准生效的时点定在2月5日，很大程度上也是出于流动性安排。

图表3：春节因素将导致居民和企业的取现需求激增



资料来源：Wind、粤开证券研究院



二、降准和定向降息的五大作用

第一，降准将有效降低商业银行资金成本，为后续 LPR 下调扩大空间，继而降低实体经济融资成本，刺激消费和投资。

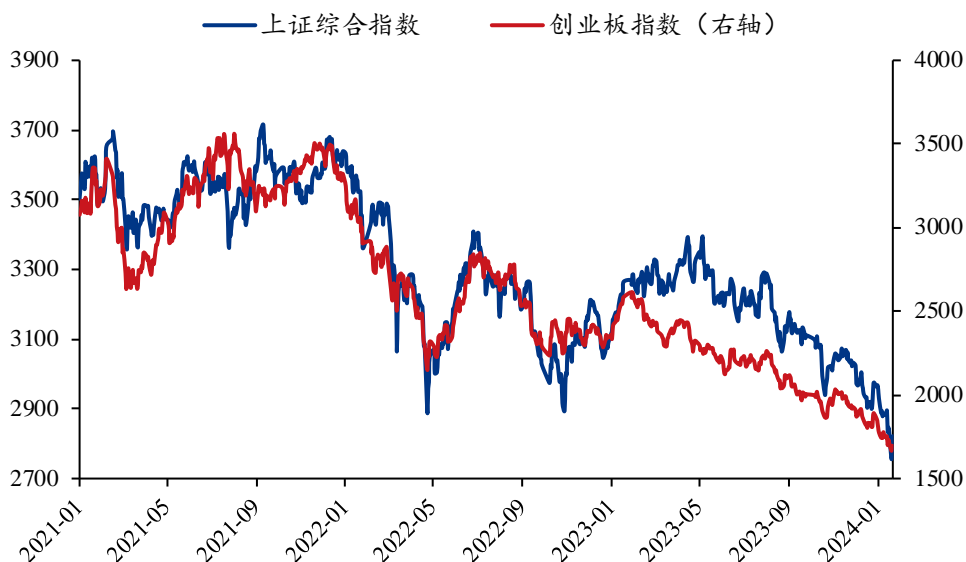
第二，降准为商业银行补充流动性，满足商业银行一季度信贷“开门红”的资金需求，通过扩大货币乘数的方式增加信贷和货币投放量，支持经济和物价企稳回升。

第三，降准有助于财政货币政策协调，直接地体现为货币政策支持财政发债，形成政策合力。保持流动性合理充裕，有助于保障政府债券大规模集中发行、支持投资项目建设，加快形成实物工作量。

第四，降准释放稳增长的强烈信号，有助于提振信心、提振股市。然而提振股市的关键是稳增长，要通过稳经济来稳预期。

第五，支农再贷款、支小再贷款和再贴现都是结构性货币政策工具，主要用于支持涉农、小微和民营企业贷款。定向降息 0.25 个百分点，一是在一定程度上进一步降低商业银行资金成本，二是在融资成本和融资数量上为涉农领域、小微企业和民营企业提供更多信贷支持。

图表4：降准有助于提振当前低迷的股市



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、稳股市、稳信心的根本在于稳经济、稳预期，货币政策仍有进一步加码的必要和空间，财政和房地产政策更要继续发力

当前经济仍处于疫后恢复期，但面临一些困难和挑战，有效需求不足、社会预期偏弱、物价水平低位运行，有必要强化跨周期和逆周期调节，促进经济持续回升向好。

其一，房地产和出口短期内仍是主要拖累项。当前房地产销售未显著好转，市场对一季度是否有“小阳春”有较大疑虑，且去年同期基数偏高；2023 年 12 月制造业 PMI 新出口订单指数为 45.8%，连续 3 个月下滑，且今年春节假期较长，将对出口造成一定影响。



其二，股市表现低迷，影响居民财富和信心，可能形成“实体经济下行、金融市场低迷、信心预期不振”的负向循环。截至1月24日，上证指数下跌5.18%，超过了2023年3.7%的跌幅，创业板指下跌10.32%，也超过了去年跌幅（19.41%）的一半，

其三，物价持续低迷，CPI和PPI同比分别连续3个月和15个月负增长，经济名义增速低于实际增速，将对企业利润、居民收入、就业等造成不利冲击。

（一）货币政策仍有进一步发力的空间

其一，本次降准后金融机构加权平均存款准备金率约为7.0%，1年期MLF利率为2.5%，都有继续下调的空间。

其二，随着美国通胀回落和经济放缓，美联储货币政策将由紧缩转向宽松，美债收益率和美元指数趋于下行，对人民币汇率的压力减轻，继而打开对国内降息的限制。

其三，2023年12月多家银行下调存款利率，叠加本次央行降准和定向降息，LPR下调的空间增加。

其四，结构性货币政策更具灵活性，央行在1月24日的新闻发布会上表示，“将普惠小微贷款的认定标准由现行单户授信不超过1000万元放宽到不超过2000万元，延续实施普惠小微贷款支持工具、普惠养老专项再贷款，适当增加支农支小再贷款、再贴现额度，扩大碳减排支持工具支持对象、拓展支持范围和增加工具规模，研究制定整合支持科技创新和数字金融领域的工具方案。”

预计未来将有更多总量和结构性货币政策出台，同时做好与财政政策的协调配合，有效提振总需求和市场信心，促进经济持续回升向好。

（二）积极的财政政策承担更大责任

第一，建议财政赤字率定在3.5%以上，专项债规模与2023年大体持平或略增加，对外释放积极信号。打破赤字率3%的约束，赤字规模中由中央占主导；财政政策以支出政策为主、减税降费等收入政策为辅，提高财政资源的使用效率。

第二，推动财政政策逐步从重投资转向投资与消费并重，对部分特定群体发放现金补贴推动消费尽快回升，采取中央和地方分地区按比例承担的方式实施；逐步利用个税APP等建立起补贴群体的筛选机制和基础设施。

第三，发行长期建设国债，提前建设十四五规划的重大项目，中央政府举债空间更大，保民生、稳增长。一是支持基建，对冲总需求快速下行，确保宏观大盘稳定，确保预期和信心稳定；二是腾出的财力空间用于保障民生，对低收入人群发放补贴，提高农村居民的养老金水平，为公众提供更多优质的民生服务，促进消费或提高居民的抗风险能力，确保社会和人心稳定。

（三）房地产政策做好保供给、促需求、稳房价

房地产政策在构建新发展模式的基础上，有三大核心任务：保供给、促需求和稳房价，放开限制性措施，推动相关住房需求释放。

其一是供给端保交楼，落实金融机构对房企支持的“三个不低于”，适当调整对金融机构的考核指标，避免房地产暴雷的硬着陆；其二，鼓励房地产行业内部并购重组、化解风险，避免烂尾对信心与预期的冲击；其三，需求端，降低各环节购房成本，例如提



高房贷利息抵扣个税幅度、降低交易环节税费等，促进市场活跃，稳定房价预期，当前我国房贷抵扣个税为每月 1000 元税前收入的标准定额扣除，成熟市场如美国可抵扣实际支付的按揭贷款利息；其四，取消限购或者增加有购房需求人群的名额资格，例如根据一定的社保缴纳年限，释放有需求但无购房资格人群的刚需；其五，一线城市要尽快推出优质地段建设高品质住房，如此才能稳住房地产价格并激发居民购房热情，稳定房地产信心和热度；其六，一线城市加快开发建设保障房，对于低能级城市则由财政收储部分商品房转化为保障房；其七，从长期看要构建以人口为中心的土地供应模式。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com