

降准落地，怎么看？

——2024年1月降准简评

核心观点：

- 1月24日，央行宣布将于2月5日下调存款准备金0.5个百分点，向市场提供长期流动性约1万亿元。同时宣布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%。
- 本次降准时点、幅度略超预期，但市场对于货币宽松预期演绎已久。本次降准时点和幅度均小幅超预期，但由于中央政策、会议表态始终对货币政策定调稳健积极，市场对于货币宽松预期仍然强烈，尤其是2023年12月中下旬新一轮的银行存款利率下降调整一定程度上缓解了银行净息差压力，5年期及以上LPR利率调降空间打开，叠加央行在2023年9月降准25BP后已超一个季度未见总量货币宽松政策落地，市场在12月-1月对于降息预期的演绎部分驱动利率下行，带动10年期国债收益率触及2.5%。所以在市场近期定价货币宽松政策预期下，总量货币工具落地箭在弦上。
- 首先，降准释放中长期流动性支持实体经济，同时维稳预期，以货币政策配合财政政策，共同企稳经济。2023年四季度万亿国债增发、PSL再度发行落地以及化解地方政府债务风险等政策均奠定了2024年积极财政的基调，在此背景下，降准释放中长期流动性来维持流动性合理充裕更能够从量上支持积极财政空间。央行行长潘功胜在国新办新闻发布会上同样表示了“从国际比较看，我国政府尤其是中央政府整体债务规模不高。货币政策在保持流动性合理充裕，支持政府债券大规模集中发行，支持项目集中建设方面有充足空间”，这意味着此次时点靠前且力度较大的降准仍以保持流动性合理充裕为目的，短期可填补春节资金缺口，中期有望形成对MLF等替代效应补充基础货币缺口。而且较提前的降准操作也从量上支持财政空间边际打开。
- 其次，在银行净息差压力存在及OMO、MLF加量投放的背景下，降准以降低金融机构资金成本确有需要且更为有效。根据银行三季报披露，Q3商行净息差为1.73%（合理利润净息差线为1.8%），低净息差使得银行盈利压力较大，尽管存款利率已在12月有新一轮的调降但净息差压力仍然存在，适时降准有助于有效缓解银行负债端压力，降低金融风险。此外，2023年8月以来，MLF持续超量续作，12月净投放量创年内新高8000亿元；OMO投放也在12月明显加大，尽管有年底增加供给平滑资金波动因素存在，但仍是近五年同期最高水平。在资金价平却大幅增的情况下，降低金融机构融资成本在当前时点确有需要，在提升银行信贷投放额度的同时也能为实体融资让利、激发融资需求、保持信贷合理增长提供空间。
- 最后，针对支农再贷款、支小再贴现和再贴现利率也有助于对重点领域、薄弱环节资金成本调降，政策总量与结构工具并举，提供增量的同时盘活存量。
- 后续降准、降息可能如何？对于降息来说，在经历12月下调存款利率以及本次较大力度降准后，银行净息差压力进一步边际缓解，叠加当前美联储加息周期接近尾声，12月以来人民币汇率贬值压力小幅缓解，外围对降息压制有所降低，降息存在空间，后续降息有望跟进；对于降准来说，我们参考2018年以来的经验，18-19年累计降息150-200BP，而21-23年累计降幅降低至50-100BP，近六年平均降幅100BP，历史经验显示今年可能还会有50BP左右的降准幅度。
- 对债市作何影响？对于债市来讲，基于本次降准的时点与力度略超预期，可能会带动收益率有所下行，但鉴于近年来降准后利多出尽出现调整的情况增多以及此前市场已经经过快1个月的货币宽松政策预期博弈，后续利率下行空间可能有限。而对于此后我们基于还会有50BP降准以及降息可能接续的判断，中期债市收益率中枢有所下移。

分析师

刘雅坤

☎：17887940037

✉：liuyakun_yj@chinastock.com.cn

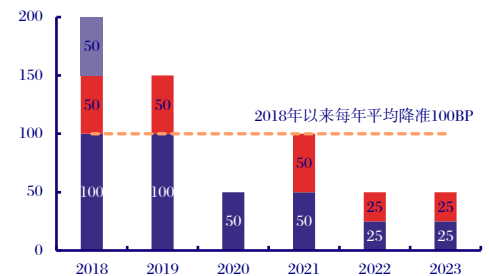
分析师登记编码：S0130523100001

研究助理：周欣洋

☎：010-80927726

✉：zhouxinyang_yj@chinastock.com.cn

2018年以来的降准次数与幅度（BP）

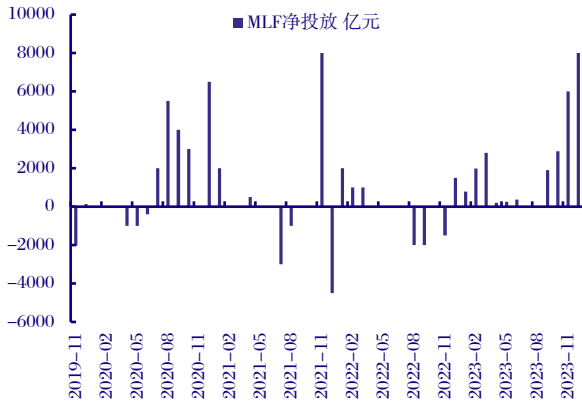


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

风险提示

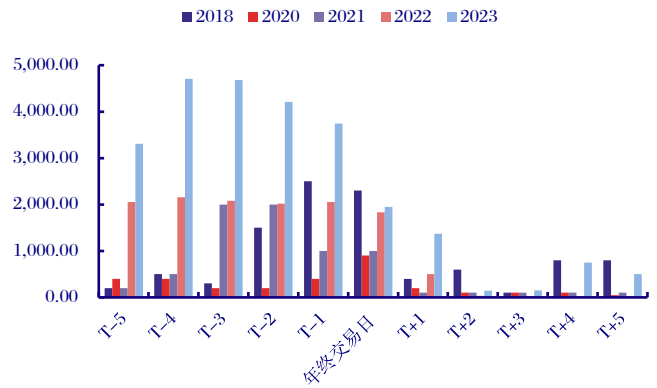
1. 经济基本面数据超预期影响债市主线的风险
2. 货币政策落地传导不及预期的风险
3. 宽信用政策超预期的风险

图1：2023年8月以来MLF净投放持续大幅增长



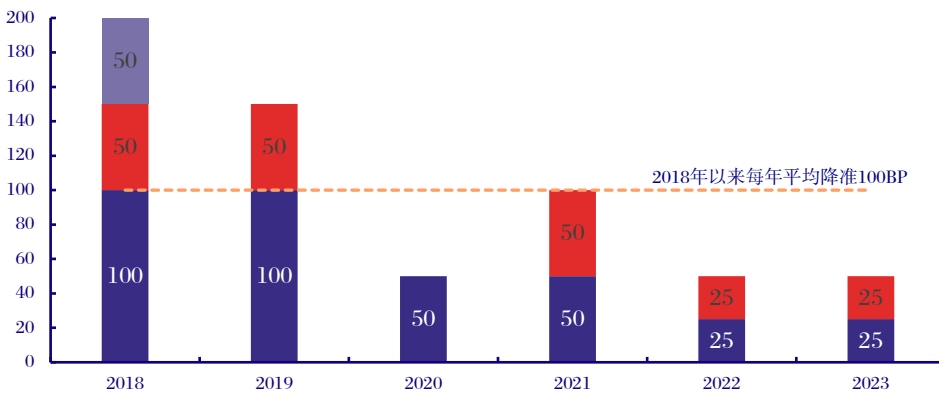
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：年末年初OMO投放量（亿元）增加且位于近五年高位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：2018年以来的降准次数与幅度（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表1：往年降准公告后10Y国债表现：近年来利多出尽调整的可能变大

降准公告日期	降准幅度 BP	T+1收益率下行幅度%	T+5累计下行幅度%	T+20累计下行幅度%
23/09/14	25	-1.21	-2.13	-3.87
23/03/17	25	0.23	-0.46	0.65
22/11/25	25	-2.68	-2.81	-1.77
22/04/15	25	-1.72	-2.84	-2.33
21/12/06	50	0.68	0.09	2.50
21/07/09	50	0.55	0.93	5.78
20/01/01	50	-0.26	0.22	8.54
19/09/06	50	-0.35	-2.57	-4.56
19/01/04	100	-0.19	1.01	1.07
18/10/07	50	-0.51	0.72	2.41
18/06/24	50	-0.28	2.10	2.38
18/04/17	100	1.16	1.43	-2.27
16/02/29	50	-0.18	-1.17	0.82
15/10/23	50	0.98	-0.14	-2.49
15/08/25	50	1.02	4.42	5.02
15/04/19	100	2.14	4.46	5.20
15/02/04	50	1.40	1.64	-0.27
12/05/12	50	2.24	3.34	6.49
12/02/18	50	0.68	0.14	-0.35
11/11/30	50	4.41	4.14	3.74
08/12/22	50	0.70	0.84	-11.69
08/11/26	100	10.21	7.86	14.94
08/10/08	50	8.57	8.68	10.24
08/09/15	100	4.92	6.85	21.58

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

风险提示：经济基本面数据超预期影响债市主线的风险、货币政策落地传导不及预期的风险、宽信用政策超预期的风险。

图表目录

图 1： 2023 年 8 月以来 MLF 净投放量持续大幅增长	2
图 2： 年末年初 OMO 投放量（亿元）增加且位于近五年高位.....	2
图 3： 2018 年以来的降准次数与幅度（BP）	2

表格目录

表 1： 往年降准公告后 10Y 国债表现：近年来利多出尽调整的可能变大	2
--	---

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘雅坤，固定收益分析师。5年买、卖方宏观固收及资产配置经验，长期从事中国经济与宏观利率、资产配置与固收+策略实践与产品绩效评估等研究工作。曾就职于方正证券、申港证券、宏观对冲私募基金，2023年10月加入中国银河证券，担任固收组组长。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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。银河证券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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn