

2024年01月24日

# 降准如期落实，这只是个开始

## 事件点评

### 投资要点

- ◆ **人民银行紧抓黄金窗口期，美元指数进一步上行之前“先发制人”降准 50BP，时点、幅度都完全符合我们前期提出的明确预期。**1月24日，人民银行行长潘功胜在国新办新闻发布会上宣布，人民银行“将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，向市场提供长期流动性1万亿元”，降准幅度、时点完全符合我们此前预期（参见《年末信贷没有惊喜，节前降准迫在眉睫——金融数据速评（2023.12）》2024.1.13等）。当前我国经济处于房地产市场深度调整过程中，货币政策操作格外重视汇率稳定和国内信用扩张两大目标之间的平衡，2023年的操作实践充分说明美元指数大幅上行并对人民币汇率形成压制的阶段，央行价量两方面操作都会受到比较明显的约束。2023年12月美元指数跌至阶段性低位，但在此之后随着美国汽车工人罢工以大幅涨薪而结束，美国经济、就业、薪资和通胀数据重新开始显现“薪资通胀螺旋”强化的短期强劲表现，美联储降息预期大幅降温，我们在2023年底即明确提示市场关注1月底美联储今年首次FOMC会议重新转鹰的可能性，从而对我国央行来说，1月底之前成为“先发制人”宣布降准的黄金窗口期，此时宣布降准可同时实现稳定春节前后信用扩张节奏和避免人民币汇率被动贬值幅度扩大的目标，本次操作完全符合预期，时点非常理想。
- ◆ **本次降准预计不是阶段性的句点，而是新一轮降准周期的开始。**降准因具备成本低、效率高、时限长等诸多优点，成为当前最佳的长期流动性工具。降准释放的流动性当量可以与MLF、PSL、再贷款再贴现等长期基础货币工具之间相互补充替代。2023年，人民银行通过MLF净投放长期基础货币逾2.5万亿，较此前几年投放更加积极，但银行间资金面却并未感到更加充裕，反而在2023年下半年直至12月大规模MLF投放前资金面持续偏紧。这背后实际上有一项容易被忽略的长期基础货币收缩性因素在起作用，就是再贷款再贴现等非公开投放的基础货币。2023年，再贷款再贴现等非公开基础货币存量净减少达1.15万亿，全年较2022年少增达2.57万亿，银行间资金面整体确实偏紧，以至于人民银行不得不在12月底投放高达2.84万亿的逆回购短期基础货币余额，以帮助商业银行有序跨年，但短期流动性转化为长期信贷的效率是非常低的，预计央行2024年的数量型工具主要目标就是以降准等高效率低成本长期流动性投放，置换逆回购等余额过高的低效率高波动短期流动性投放，同时也可一定程度上缓解因过多使用MLF等高成本投放工具而导致的银行净息差收窄风险。央行与本次降准同步宣布了即将对支农支小再贷款再贴现利率下调0.25个百分点，降低流动性投放成本的考虑凸显出来，也加大了进一步连续降准的概率。本次降准的幅度，即便在非公开投放长期流动性不再收缩的乐观假设下，也仅够维持2月M2同比增速在9.6%左右，意味着50BP的幅度仍属“防御”性质，由此我们维持下半年仍需进一步降准50BP的预测不变，较为理想的时点或在9月左右。此外，本次降准事实上也将令市场对同为长期流动性投放工具的PSL预期有所降温，而后者也同时代表着房地产政策的方向，我们建议对保障房等“三大工程”建设对房地产市场所形成的潜在促进作用的幅度预期不应过度乐观。此外本次降准50BP的幅度也显示此前的25BP步长可能并非常态。
- ◆ **与连续降准的必要性和紧迫性相比，降息是可选项，并可能更大程度上受到人民币被动贬值压力的约束。**我国政策利率体系与美国的根本区别是我国同时调控短端和长端，从而当前内外环境下人民币汇率对降息的敏感度远大于降准，年初先降准而不降息的操作结构也在很大程度上代表着并未特别鼓励基建地产投资的政策态度。
- ◆ **风险提示：**美联储重新转鹰风险，降准后资金面仍然偏紧风险。

分析师

秦泰

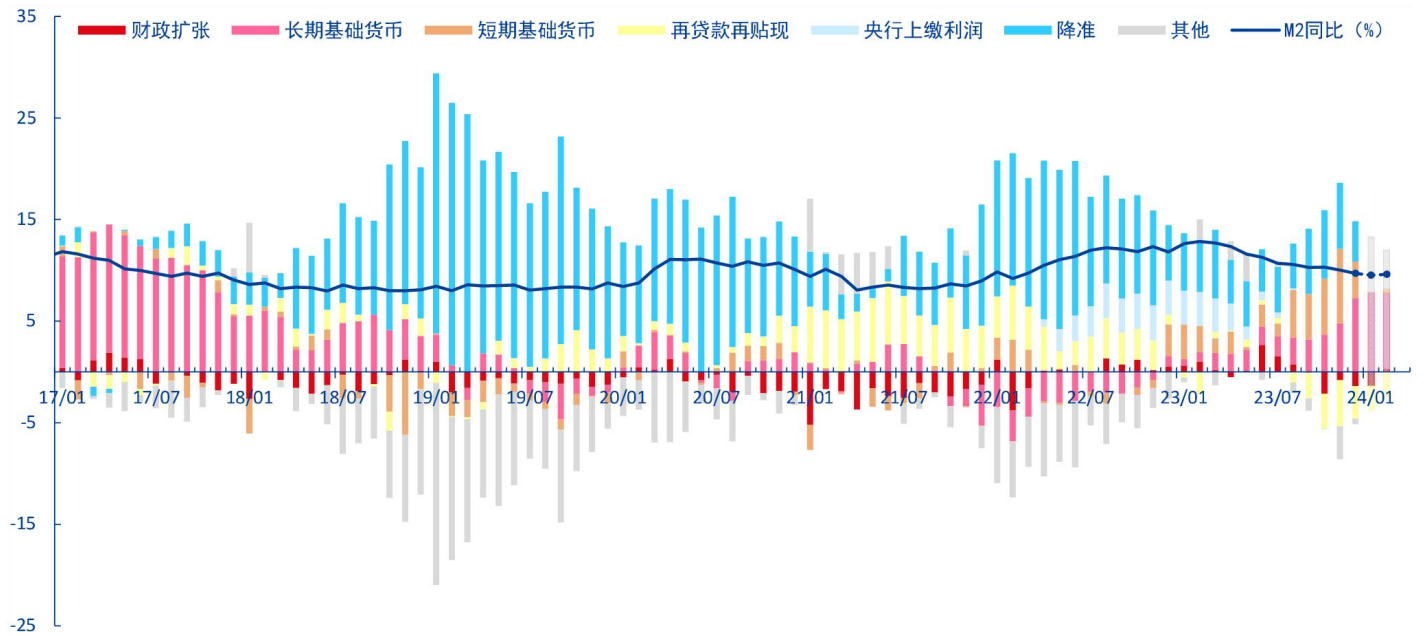
 SAC执业证书编号：S0910523080002  
 qintai@huajinsec.cn

### 相关报告

- 重视支持美联储推迟降息的经济因素——华金宏观·双循环周报（第41期）2024.1.19
- 消费恢复拉动经济平稳收官，内需动能即将面临转换——经济数据点评（2023.12/Q4）2024.1.17
- 年末信贷没有惊喜，节前降准迫在眉睫——金融数据速评（2023.12）2024.1.13
- 美CPI超预期走强，美联储会推迟降息吗？——华金宏观·双循环周报（第40期）2024.1.12
- 出口进入高端产业链“拉锯战”新阶段——进出口数据点评（2023.12）2024.1.12



图 1: M2 同比增速和贡献结构及预期 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn