

## 当雨遇到了屋檐：理性看待此次降准

### 报告要点：

#### ● 此次全面降准一箭双雕：

- 1) 一月份的 OMO 到期量依然接近 7 万亿，公开市场操作到了不得不置换的程度，经验上，当 OMO 月到期量爬到 4 万亿以上时，继续往前滚动 OMO 工具就变得非常困难，这时必须通过降准去减少这个雪球的体量；
- 2) 如果之前 OMO 到期巨量的月份我们还能坎坷度过的话，这一次春节效应无疑会放大一月末的资金缺口；
- 3) 降准所释放的宽松信号可能也会缓解权益市场的下行压力。

#### ● 但是，降准是不是表示货币政策在宽松状态，我们认为尚且存疑：

- 1) 在 1 月份，OMO 市场还有 2.6 万亿的到期资金不能对冲，这一万亿的货币投放还不能完全填满这个沟壑；
- 2) 历史上，含有宽松意义的降准均有对冲经济的考虑，但目前经济下行的信号是不明显的，因此，这个降准大概率只是起到调节货币供应结构的作用。

● 如果这样，这次降准对货币周期、经济周期及信用周期的影响偏中性，也很难改变各个资产运行的轨道，就短期来看，我们相信市场已经对降准有了非常充分的预期，譬如自降准落地后，长端收益率出现了明显上行。

● 目前值得考虑的不是实体经济，而是大类资产所体现的风险偏好。我们相信，从目前偏平的利率和偏弱的信用看，当前银行体系的流动性是存在堵点的，这才造成了资产的风险-off，若想解决这个问题，或者疏通信用，或者以非常规的宽松去冲开堵点，目前看，这个常规性降准不能确定性解决问题。

#### ● 现在资产格局处于 risk-off 的尾端，越在这个极端位置，越要理性均衡：

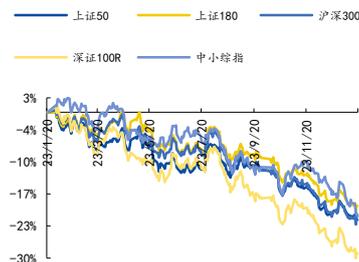
- 1) 利率债的主推力本就和货币政策关系不大，而和信用堵塞存在关联，降准本是一个美好的故事，这个故事兑现后，还会有新的故事，因此，利率债我们还能保持偏长的久期；
- 2) A 股目前这个位置具备配置价值，我们不必试图精准地抓住最底部，目前负债偏稳定的账户，可以少量随跌随买。

**风险提示：**宏观政策落地不及预期等

### 主要数据：

上证综指：	2832.28
深圳成指：	8787.02
沪深 300：	3269.78
中小盘指：	3270.84
创业板指：	1715.44

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

- 《剩余流动性问题日益凸显：2023 年 12 月金融数据印象》2024.01.13
- 《科技比周期更硬核：2024 行业比较展望》2023.12.28

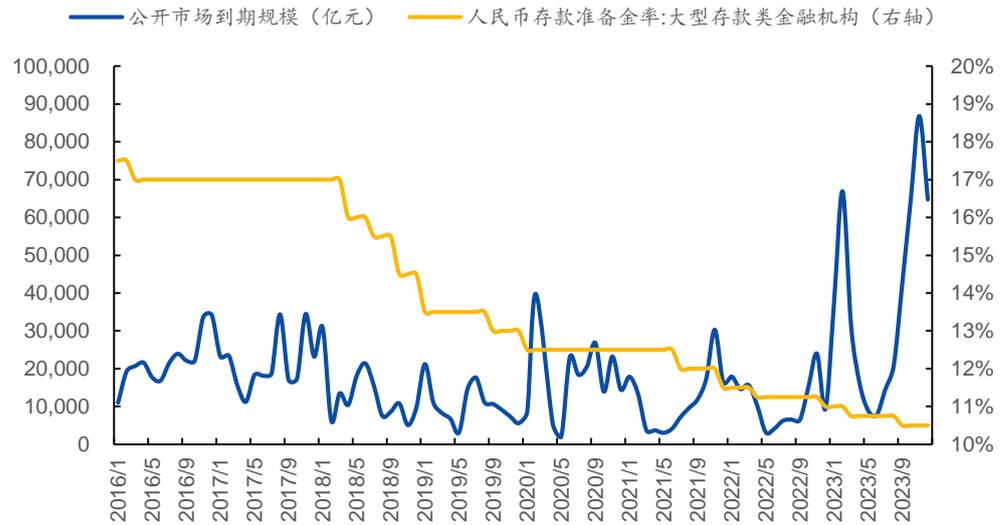
### 报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

此次全面降准一箭双雕：

1) 一月份的 OMO 到期量依然接近 7 万亿，公开市场操作到了不得不置换的程度，经验上，当 OMO 月到期量爬到 4 万亿以上时，继续往前滚动 OMO 工具就变得非常困难，这时必须通过降准去减少这个雪球的体量；

图 1：OMO 月到期量与存款准备金率



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 如果之前 OMO 到期巨量的月份我们还能坎坷度过的话，这一次春节效应无疑会放大一月末的资金缺口；

图 2：OMO 到期量持续高企



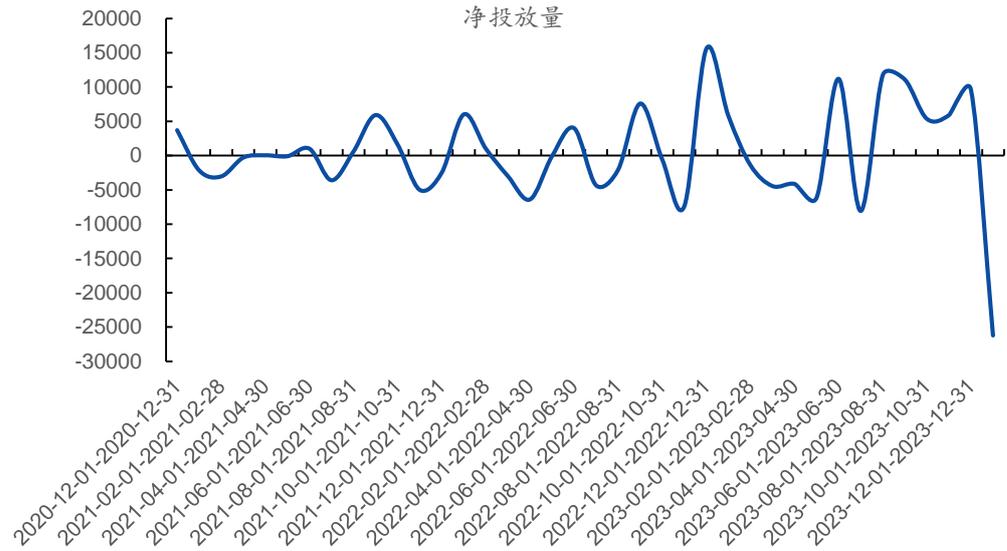
资料来源：Wind，国元证券研究所

3) 降准所释放的宽松信号可能也会缓解权益市场的下行压力。

但是，降准是不是表示货币政策在宽松状态，我们认为尚且存疑：

1) 在 1 月份，OMO 市场还有 2.6 万亿美元的到期资金不能对冲，这一万亿美元的货币投放还不能完全填满这个沟壑；

图 3：1 月 OMO 市场还有 2.6 万亿美元的到期资金不能对冲（亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

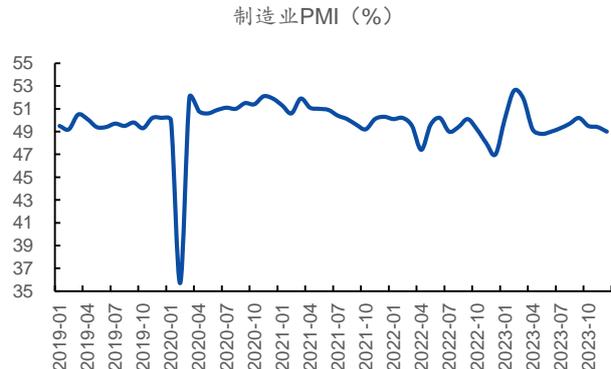
2) 历史上，含有宽松意义的降准均有对冲经济的考虑，但目前经济下行的信号是不明显的，因此，这个降准大概率只是起到调节货币供应结构的作用。

图 4：工业增加值走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：制造业 PMI 走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

如果这样，这次降准对货币周期、经济周期及信用周期的影响偏中性，也很难改变各个资产运行的轨道，就短期来看，我们相信市场已经对降准有了非常充分的预期，

譬如自降准落地后，长端收益率出现了明显上行。

目前值得考虑的不是实体经济，而是大类资产所体现的风险偏好。我们相信，从目前偏平的利率和偏弱的信用看，当前银行体系的流动性是存在堵点的，这才造成了资产的 risk-off，若想解决这个问题，或者疏通信用，或者以非常规的宽松去冲开堵点，目前看，这个常规性降准不能确定性解决问题。

现在资产格局处于 risk-off 的尾端，越在这个极端位置，越要理性均衡：

1) 利率债的主推力本就和货币政策关系不大，而和信用堵塞存在关联，降准本是一个美好的故事，这个故事兑现后，还会有新的故事，因此，利率债我们还能保持偏长的久期；

2) A 股目前这个位置具备配置价值，我们不必试图精准地抓住最底部，目前负债偏稳定的账户，可以少量随跌随买。

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188