

降准及定向降息点评

货币政策预期管理加强

北京时间1月24日，国新办举行贯彻落实中央经济工作会议部署、金融服务实体经济高质量发展新闻发布会。中国人民银行行长潘功胜在会上宣布，中国人民银行将于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约1万亿元；1月25日将下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点，并持续推动社会综合融资成本稳中有降。此次降准及定向降息公布凸显了央行加强预期管理的意图。往后来看，我们认为：1. 货币政策方面，本次降准紧跟定向降息以及多项政策组合拳，体现出央行逆周期调节力度不减，后续仍有降息预期，但方式可能转向定向降息，即单独调降LPR；2. 资金面方面，2018年以来相对于降息，降准更多用于补充长期流动性及维护银行净息差，因此降准对于长端利率往往偏中性，但短端利率受降准释放流动性影响更大，预计此次降准后DR007进一步向政策利率收敛，银行-非银资金分层缓解；但中期来看，支持地产流动性的政策内容和财政政策发力对于流动性的扰动有待观察；3. 资产价格方面，本轮降准对于股市而言信号意义更重，对于债市而言近两年来往往呈现利多出尽现券上行、曲线重回陡峭化的格局，短期存在回调风险。

- **首次以新闻发布会形式公布降准及再贷款、再贴现降息。**本次降准由央行行长于国新办发布会公布，相比此前，2023年两次降准并未进行提前预告、2022年及以前的降准往往紧跟于国常会宣布之后落地，本次降准是首次以新闻发布会形式公布降准，凸显出央行货币政策预期管理加强，有意引导市场维持宽松预期。相对于2023年而言，本轮降准时点更为提前，在结构性流动性短缺货币政策框架中，前置供给中长期流动性更有利于缓解资金面紧张，尤其是缓解信贷开门红快速消耗超储带来的流动性冲击。
- **时隔两年再次降准50bp。**2022年以来，由于存款准备金调降空间愈加有限，央行每次降准均下调25bp，2022年通过降准、再贷款、上缴结存利润等方式提供长期流动性，2023年则是通过降准、增量续作MLF等方式提供长期流动性，相对珍惜降准额度。但本次年初降准已释放1万亿元长期流动性，时点幅度超预期，逆周期调节力度明显增加。目前降准已靴子落地，后续支持地产流动性的政策内容和财政政策发力有待观察。
- **再贴现同样有利于降低社会综合融资成本。**除降准外，LPR下调的内外条件也已具备，内部国内主要银行下调了存款利率，且金融机构的支农支小再贷款、再贴现利率由2%下调到1.75%，外部市场普遍预期美联储货币政策的转向，打开了LPR继续调整的空间。其中，再贴现是中央银行对金融机构持有的未到期已贴现商业汇票予以贴现的行为。上一次再贴现利率调整为2020年7月1日，由2.25%下调为2.00%。本次再贴现利率由2.00%下调为1.75%，达到历史最低值。与MLF下调相比，本次下调同样有利于降低社会综合融资成本。
- **降息预期落空后为何降准？**降准更利于稳定银行息差和利润水平，仅降准及定向降息表明央行仍然重视银行净息差水平，同样注重改善市场宽信用预期，短期资金面相对友好，但后续地产政策和财政政策发力将会影响整体流动性水平。降息方面，如果央行操作更倾向于定向降息，后续LPR存在单独调整的可能性，即类似于2022年5月的情景，单独下调5年期LPR15bp。相比于MLF利率下调而言，存贷款利率联动下调对于商业银行净息差冲击减弱，更利于稳定银行负债成本，提高金融支持实体的可持续性。
- **风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。**

相关研究报告

《中银宏观：熨平信贷波动有何影响》20240120
《12月经济数据点评：2023顺利收官，2024复苏延续》20240117

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

事件：北京时间1月24日，国新办举行贯彻落实中央经济工作会议部署、金融服务实体经济高质量发展新闻发布会。中国人民银行行长潘功胜于会上宣布，中国人民银行将于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约1万亿元；1月25日将下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点，并持续推动社会综合融资成本稳中有降。

预期管理加强

首次以新闻发布会形式公布降准及再贷款、再贴现降息。本次降准由央行行长于国新办发布会公布，相比此前，2023年两次降准并未进行提前预告、2022年及以前的降准往往紧跟于国常会宣布之后落地，本次降准是首次以新闻发布会形式公布降准，凸显出央行货币政策预期管理加强，有意引导市场维持宽松预期。相对于2023年而言，本轮降准时点更为提前，在结构性流动性短缺货币政策框架中，前置供给中长期流动性更有利于缓解资金面紧张，尤其是缓解信贷开门红快速消耗超储带来的流动性冲击。

时隔两年再次降准 50bp。2022年以来，由于存款准备金调降空间愈加有限，央行每次降准均下调25bp，2022年通过降准、再贷款、上缴结存利润等方式提供长期流动性，2023年则是通过降准、增量续作MLF等方式提供长期流动性，相对珍惜降准额度。但本次年初降准已释放1万亿元长期流动性，时点幅度超预期，逆周期调节力度明显增加。

信贷开门红和政府债大规模发行均有保障。市场此前对于降准有所预期，主要由于节前流动性缺口加大，一是现金需求季节性抬升，二是信贷开门红影响，三是配合中央政府加杠杆行为。本次发布会同样提及了信贷开门红和政府债券发行问题，信贷方面，提到“考虑到银行有‘开门红’的行为，去年下半年各项政策持续显效，预计今年一季度仍然会保持较快的信贷增长”，政府债方面，提到“目前我国政府部门尤其是中央政府总体债务规模并不高，积极的财政政策仍然有较好的空间……当前政府债券发行成本低，居民持有政府债券比例较低，购买政府债券还有提升的空间。货币政策在保持流动性合理充裕、保障政府债券大规模集中发行、支持投资项目建设方面有充分条件”。目前降准已靴子落地，后续支持地产流动性的政策内容和财政政策发力有待观察。

LPR 下行条件具备

再贴现同样有利于降低社会综合融资成本。除降准外，LPR下调的内外部条件也已具备，内部国内主要银行下调了存款利率，且金融机构的支农支小再贷款、再贴现利率由2%下调到1.75%，外部市场普遍预期美联储货币政策的转向，打开了LPR继续调整的空间。其中，再贴现是中央银行对金融机构持有的未到期已贴现商业汇票予以贴现的行为。上一次再贴现利率调整为2020年7月1日，由2.25%下调为2.00%。本次再贴现利率由2.00%下调为1.75%，达到历史最低值。2023年4月以来，6个月国股银票转贴现利率长期低于2.0%，仅在今年1月初短暂突破2.0%最高至2.45%，但目前又回落至1.90%，与MLF下调相比，本次下调同样有利于降低社会综合融资成本。

降息预期落空后为何降准？降准更利于稳定银行息差和利润水平，仅降准及定向降息表明央行仍然重视银行净息差水平，同样注重改善市场宽信用预期，短期资金面相对友好，但后续地产政策和财政政策发力将会影响整体流动性水平。降息方面，如果央行操作更倾向于定向降息，后续LPR存在单独调整的可能性，即类似于2022年5月的情景，单独下调5年期LPR15bp。相比于MLF利率下调而言，存贷款利率联动下调对于商业银行净息差冲击减弱，更利于稳定银行负债成本，提高金融支持实体的可持续性。从过去两次降息来看，DR007持续低于政策利率是降息的触发因素之一，近期DR007中枢仍在政策利率以上，可能是降息预期落空的原因。

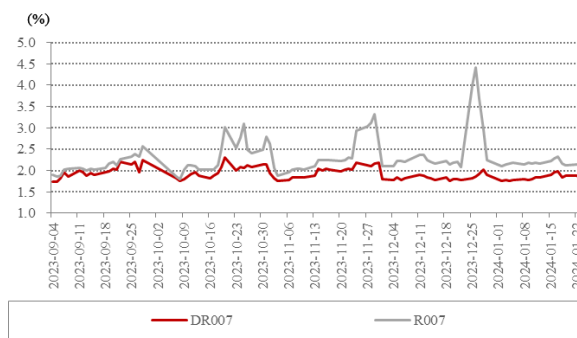
综上所述，此次降准及定向降息公布凸显了央行加强预期管理的意图。往后来看，我们认为：1. 货币政策方面，本次降准紧跟定向降息以及多项政策组合拳，体现出央行逆周期调节力度不减，后续仍有降息预期，但方式可能转向定向降息，即单独调降LPR；2. 资金面方面，2018年以来相对于降息，降准更多用于补充长期流动性及维护银行净息差，因此降准对于长端利率往往偏中性，但短端利率受降准释放流动性影响更大，预计此次降准后DR007进一步向政策利率收敛，银行-非银资金分层缓解；但中期来看，支持地产流动性的政策内容和财政政策发力对于流动性的扰动有待观察；3. 资产价格方面，本轮降准对于股市而言信号意义更重，对于债市而言近两年来往往呈现利多出尽现券上行、曲线重回陡峭化的格局，短期存在回调风险。

图表 1. 去年 4 月以来半年贴现利率长期低于 2.0%



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 近两月资金分层加剧



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 降准后股债表现

时间	提及降准	降准方式	上证综指表现 (%)		10 年期国债表现 (bp)	
			T+1	T+5	T+1	T+5
2024/1/24	国新办发布会提及降准及定向降息	全面降准 0.5 个百分点				
2023/9/14	/	全面降准 0.25 个百分点	(0.28)	(1.34)	3.25	5.01
2023/3/17	/	全面降准 0.25 个百分点	(0.48)	0.46	(0.98)	0.74
2022/11/25	国常会提及“适时适度运用降准等货币政策工具”	全面降准 0.25 个百分点	(0.75)	1.76	3.00	3.76
2022/4/13	国常会提及“适时运用降准等货币政策工具”	全面降准 0.25 个百分点	1.22	(1.12)	0.25	6.99
2021/12/3	总理提及“运用多种货币工具，适时降准”	全面降准 0.5 个百分点	(0.50)	1.63	(5.25)	(2.75)
2021/7/7	国常会提及“适时运用降准等货币政策工具”	全面降准 0.5 个百分点	(0.79)	(0.71)	(7.24)	(11.98)
2020/6/17	国常会提及“综合运用降准、再贷款等工具”	未降准	0.12	1.49	(2.75)	(1.88)
2020/3/31	国常会提及“进一步实施对中小银行的定向降准”	定向降准两次，每次 0.5 个百分点	(0.57)	2.56	(3.49)	(10.30)
2020/3/10	国常会提及“抓紧出台普惠金融定向降准措施，并额外加大对股份制银行的降准力度”	定向降准 0.5-1 个百分点	(0.94)	(7.25)	(0.51)	10.05
2019/12/23	总理提及“进一步研究采取降准和定向降准、再贷款和再贴现等多种措施”	全面降准 0.5 个百分点	0.67	2.61	(1.26)	(3.39)
2019/9/4	国常会提及“及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”	全面降准 0.5 个百分点+定向降准两次，每次 0.5 个百分点	0.96	1.74	(3.00)	0.52
2019/4/17	国常会提及“抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金的政策框架”	定向降准三次，每次 0.5 个百分点	(0.40)	(1.88)	(3.49)	4.05
2018/12/24	国常会提及“完善普惠金融定向降准政策”	全面降准两次，每次 0.5 个百分点	(0.88)	(1.31)	(3.70)	(12.18)

资料来源：中国人民银行，万得，中银证券。注：T+5 为后续五个交易日

风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371