

2024年01月25日

超预期降准的逻辑

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：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。

● **降准原因：对冲春节流动性缺口、稳宏观预期、提振资本市场信心**

其一，补充春节前流动性缺口。春节前缴税、缴准、取现等因素通常导致流动性缺口增加，我们测算2024年1月流动性缺口约为2.4万亿。根据2019-2023年1月M0环比增加值的平均，估算2024年1月现金需求或带来1.2万亿缺口；假设1月缴准规模略高于2023年1月，则预计缴纳准备金约4300亿元；1月政府债券净融资量环比下行，财政存款或主要由财政收支差贡献，1月为季节性缴税大月，我们预计2024年1月财政存款或略高于2019-2023年1月均值，约7000亿；假设公开市场货币净回笼1000亿，略低于2023年1月。2012年以来，有四次春节前降准（2015、2018、2019、2020年），补充长期资金3000-15000亿元不等。本次降准在春节前且与往年相比流动性缺口不低，或有对冲春节前流动性缺口的考量。

其二，稳宏观预期和稳增长。12月经济数据边际改善，但地产投资、销售、融资端承压，居民消费倾向未延续2023Q3的修复趋势。当前稳增长仍需要较为宽松的流动性环境，本次降准释放约1万亿长期资金，将对银行信贷投放形成有力支撑。此外，央行降低支小支农再贷款利率25bp，体现了货币政策“精准有效”的特点，定向降低小微和“三农”企业融资成本，缓解企业经营压力。此前央行下调支小支农再贷款、再贴现利率分别在2020年2月、7月、2021年12月，其中第一、第三次定向下调利率后的一个月央行调降政策利率。因此，此时定向降息之后，央行仍可能进一步全面调降政策利率。

其三，为资本市场提供良好政策环境。央行行长潘功胜在国新办发布会上表示，“人民银行将强化货币政策工具的逆周期和跨周期调节力度，着力稳市场、稳信心，为包括资本市场在内的金融市场运行创造良好的货币政策环境”，这表明当前货币政策调节不仅支持实体，也向资本市场传递积极信号，提振市场信心。最后，缓解银行息差压力，稳银行负债端成本，进一步打开降息空间。

● **降准影响：宽信用或锚向更薄弱和重要领域**

首先，降准有助于实体经济的宽信用，资金通过银行体系流向实体经济，经济回升态势有望进一步巩固。潘行长强调，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”，人民银行也将设立信贷市场司。我们认为信贷投放或更加精准，关注结构性调整，宽信用或锚向更薄弱和重要领域。

其次，流动性方面，近期央行维持资金面紧平衡，R与DR之间利差走阔。预计降准推动资金利率下行的空间有限。我们曾在《2024新特点新变化——对我国货币政策目标的再思考》中指出，降息降准是央行宽货币和宽信用信号；而市场利率或是央行综合短期流动性、防资金空转等多因素调节后的结果。

最后，资产价格方面，历史上降准后股市短期内上涨的概率相对较高，但债市和权益中长期变动规律并不明显。我们认为本次降准的幅度略超预期，积极政策信号或短期内带来正向影响。

● **后续展望：降息空间打开，货币政策有望加强宏观协调性**

一方面，稳增长稳预期政策基调得到确认，一季度或是政策窗口期，关注2-3月降息可能。一季度经济开门红需求下，预计基建资金将逐步落实，财政若更加积极，流动性需保持充裕，政策利率有望带动实际利率向下，降息空间或进一步打开。我们测算2023年12月降存款利率和本次降准分别提升商业银行净息差3-4bp、1.1bp，预计增加6-7bp商业银行贷款利率下调空间。商业银行负债端成本压力有所缓和。

另一方面，货币政策有望加强宏观协调性。国新办发布会提出央行将为包括资本市场在内的金融市场运行创造良好的货币政策环境、支持优质房企改善流动性状况、配合地方政府风险化解等，体现后续货币政策将发挥协调作用，为金融、地产、财政提供良好流动性环境。

● **风险提示：**经济超预期下行；政策力度不及预期。

相关研究报告

《坚定不移走中国特色金融发展之路——宏观周报》-2024.1.21

《Q4 GDP与高频数据的2处趋势不同——12月经济数据点评》-2024.1.18

《商品房销售转冷，居民出行与货运物流转暖——宏观周报》-2024.1.14

附图 1: 2015、2018、2019、2020 年春节前进行降准

时间	降准幅度(BP)	释放长期资金(亿元)	性质	当年释放资金合计(亿元)
2012/2/24	50	4000	全面降准	9000
2012/5/18	50	5000	全面降准	
2015/2/4	50	6000	全面降准	36400
2015/4/20	100	12000	全面降准	
2015/6/28	50	4700	定向降准	
2015/8/26	25	6700	全面降准	
2015/10/23	50	7000	全面降准	
2016/2/29	50	6900	全面降准	
2018/1/25	50	3000	定向降准	21500
2018/4/17	100	4000	定向降准	
2018/7/5	50	7000	定向降准	
2018/10/7	100	7500	定向降准	
2019/1/4	100	15000	全面降准	26800
2019/5/6	100	2800	定向降准	
2019/9/6	50	9000	全面降准	
2020/1/1	50	8000	全面降准	17500
2020/3/13	50-100	5500	定向降准	
2020/4/3	100	4000	定向降准	
2021/7/9	50	10000	全面降准	22000
2021/12/5	50	12000	全面降准	
2022/4/16	25	5300	全面降准	10300
2022/12/5	25	5000	全面降准	
2023/3/27	25	6000	全面降准	11000
2023/9/14	25	5000	全面降准	
2024/1/24	50	10000	全面降准	10000

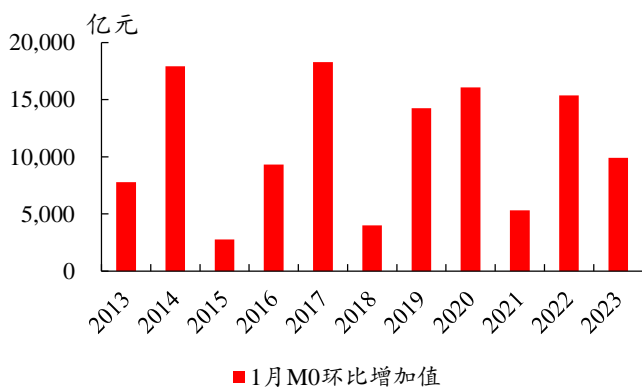
数据来源: Wind、开源证券研究所

附表 1: 2024 年春节前流动性缺口约为 2.4 万亿元

影响流动性因素	指标解释	2024E-1 月	2023-1 月	2022-1 月	2021-1 月	2020-1 月	2019-1 月
公开市场操作	公开市场货币净回笼	1000	1,200	-2,000	410	200	1,100
财政存款	由财政收支差和政府债券决定	7,000	6,828	5,849	11,700	4,002	5,337
现金需求	M0 环比增加值, 现金缺口	12000	9895	15364	5,311	16,060	14,262
法定存款准备金	缴准需求	4300	4571	3371	3461	2310	4156
总资金缺口		24,300	22,494	22,584	20,882	22,572	24,855

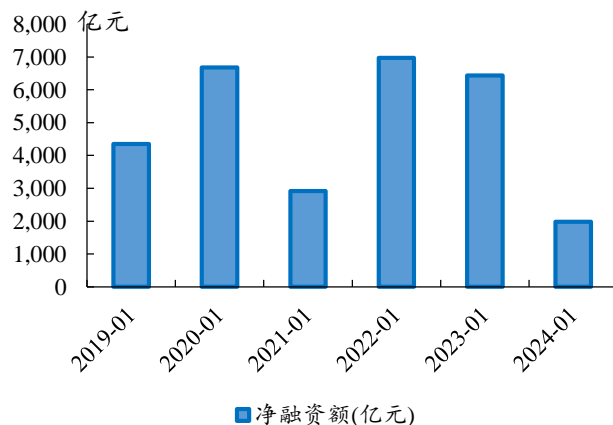
数据来源: Wind、开源证券研究所; 单位: 亿元 注: 2024 年为预测值

附图 2: 多数年份 1 月 M0 环比大幅增加

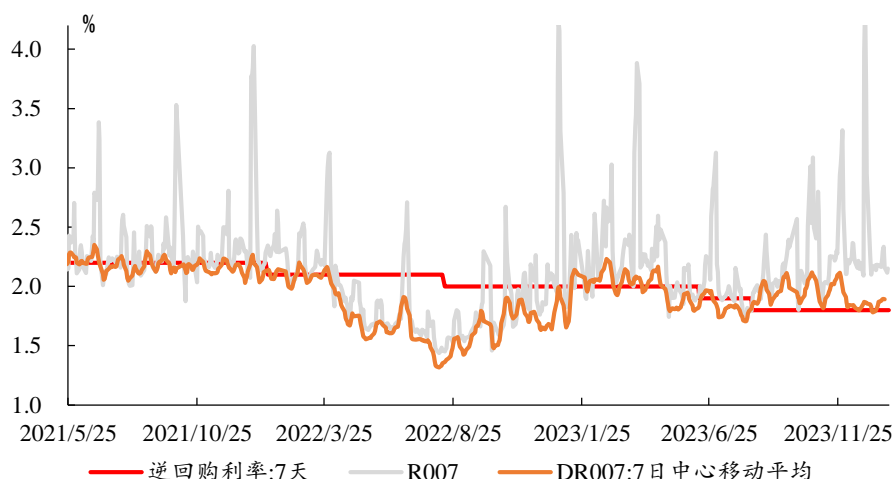


数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 2024 年 1 月政府债券净融资额偏低



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4: 近期资金利率中性, 流动性分层加重


数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 5: 降准后股债涨跌规律较弱

资产类别	上证综指 涨跌幅 (%)				沪深300 涨跌幅 (%)				创业板 涨跌幅 (%)				10Y国债收益率 (BP)				10Y国开债收益率 (BP)			
	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月
2008-09-25	21.19	-5.39	-24.99	-18.88	17.28	-4.27	-25.58	-15.13	-	-	-	-	1.56	-4.67	-57.54	-102.31	-11.36	9.54	-64.02	-119.67
2008-10-15	-4.66	-4.96	-0.41	-6.58	-5.36	-4.23	1.53	-1.99	-	-	-	-	-24.37	8.60	-15.80	-28.05	-19.29	1.77	-39.72	-57.33
2008-12-05	7.88	-3.19	-6.83	10.03	10.01	-2.62	-6.47	14.49	-	-	-	-	-8.44	1.76	-19.59	32.49	-5.40	11.00	-14.36	43.43
2008-12-25	-8.10	1.53	8.60	23.71	-8.52	0.65	9.96	28.36	-	-	-	-	0.04	0.55	33.21	42.50	5.87	-4.07	30.34	54.84
2011-12-05	-2.09	-1.79	-7.02	4.79	-2.02	-1.73	-8.83	5.60	-8.58	-0.21	-10.77	-4.18	-19.82	5.07	-0.25	11.94	-25.56	-0.09	-4.73	16.85
2012-02-24	3.50	0.86	-3.65	-3.63	4.37	1.21	-3.50	-1.99	6.20	-0.61	-3.29	-6.52	-1.97	4.52	0.83	-15.45	2.38	5.82	15.35	-4.57
2012-05-18	-2.11	-0.47	-1.21	-9.91	-2.39	-0.03	0.28	-9.88	-2.06	-0.49	6.62	2.45	-12.93	-5.95	4.93	-1.47	-21.09	-7.05	4.53	3.75
2015-02-05	-3.86	1.18	5.29	34.84	-3.30	2.26	5.07	35.24	3.68	0.82	12.40	60.43	-9.48	-1.53	9.04	5.42	-14.98	1.02	11.92	12.91
2015-04-20	2.31	7.36	5.44	-5.33	2.28	6.32	5.15	-7.99	-5.93	13.31	40.47	17.46	-21.31	-6.02	-2.72	4.55	-19.73	-17.12	-0.57	4.07
2015-09-06	-3.92	1.12	2.04	14.82	-3.45	0.94	1.42	13.45	-5.18	0.67	15.67	44.61	-6.00	1.00	-7.94	-29.23	-2.86	1.67	-7.35	-37.72
2015-10-23	0.62	-0.88	5.80	-15.59	1.05	-1.04	5.10	-13.72	3.65	-2.37	9.15	-16.78	-8.16	2.00	9.02	-24.86	-9.49	-5.98	3.53	-43.21
2016-03-01	-5.86	6.15	9.91	3.27	-5.14	6.04	9.81	4.64	-12.77	3.48	15.68	6.39	0.76	8.25	-1.08	12.49	2.83	7.64	6.28	16.54
2018-04-25	0.86	-1.18	0.75	-6.81	1.66	-1.70	-0.32	-6.45	-0.16	-0.98	-0.82	-10.43	11.05	5.47	0.08	-5.03	7.24	8.78	1.88	-21.34
2018-07-05	-1.90	3.80	-1.05	-0.64	-2.37	4.15	-2.07	-1.54	-0.71	5.35	-5.99	-11.68	-2.99	1.53	-4.37	11.50	-15.86	0.39	-9.48	4.20
2018-10-15	-5.46	3.38	2.50	-1.26	-5.00	4.60	2.51	-1.88	-7.64	5.18	10.84	-0.34	-2.98	0.53	-16.39	-45.60	-1.48	-2.47	-17.37	-62.93
2019-01-15	1.74	0.36	5.81	23.63	2.63	0.49	8.76	27.10	0.22	-1.11	7.55	31.64	1.72	-3.12	-6.57	23.53	8.97	1.50	1.52	29.86
2019-01-25	0.22	0.63	13.82	20.07	0.51	1.98	17.11	23.78	-0.32	0.46	21.40	31.96	4.88	-3.66	3.89	27.95	8.50	-7.24	5.02	22.66
2019-09-16	0.20	-1.77	-1.72	-1.53	-0.38	-1.69	-0.89	0.75	-1.09	-1.75	-3.38	3.85	6.76	0.79	7.67	9.28	9.97	-4.46	2.06	4.46
2020-01-06	1.43	1.04	-8.60	-8.52	1.17	1.81	-7.28	-8.02	3.89	4.04	4.29	5.91	0.30	-5.12	-29.12	-62.40	-0.61	-3.97	-31.55	-68.90
2021-07-09	0.15	0.43	-0.84	1.93	-0.23	0.50	-1.65	-2.75	2.26	0.68	1.39	-4.87	-6.98	-6.73	-14.90	-9.19	-6.64	-7.24	-18.18	-18.26
2021-12-06	0.75	2.56	-0.09	-6.03	0.85	3.91	-1.52	-11.03	-2.78	2.67	-8.18	-22.77	-0.74	3.76	0.29	1.00	-2.71	2.26	1.39	0.86
2022-04-15	-1.25	-3.87	-4.28	0.52	-0.99	-4.19	-5.54	1.43	-4.26	-6.66	-5.25	12.20	0.49	8.31	6.38	2.79	-0.49	8.77	2.10	6.45
2022-11-25	0.14	1.76	-1.16	5.33	-0.68	2.52	1.79	7.56	-3.36	3.20	0.95	5.18	0.50	3.76	0.78	8.26	-1.49	6.01	7.04	15.04
2023-03-17	0.63	0.46	4.16	0.70	-0.21	1.72	4.81	0.11	-3.24	3.34	6.14	-1.03	-0.25	0.74	-1.70	-19.76	-0.75	0.50	0.01	-21.99
2023-09-14	0.13	-1.34	-1.23	-5.36	-0.66	-1.64	-1.88	-10.22	-2.19	-2.20	-0.76	-7.52	-2.75	5.01	6.27	3.01	-7.88	3.85	4.27	6.30
涨幅	0.10	0.31	0.04	2.14	0.04	0.64	0.31	2.80	-1.92	1.28	5.43	6.47	-4.04	0.99	-3.82	-5.87	-4.88	0.43	-4.40	-8.55
胜率	60%	60%	44%	48%	40%	60%	52%	48%	29%	57%	62%	52%	40%	68%	48%	56%	28%	60%	60%	60%

数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 计算胜率时, 股指上行、债券收益率下行获胜。

附图 6：降准和存款利率下调为商业银行下调贷款利率打开空间

	存款利率下 调10-25BP	降准50BP	若存款利率下 调提高3bp净 息差	若存款利率下 调提高4bp净 息差
上市银行	对净息差影响		贷款利率下调空间	
平安银行	0.029%	0.010%	0.06%	0.08%
宁波银行	0.028%	0.008%	0.09%	0.11%
江阴银行		0.010%	0.06%	0.08%
张家港行		0.010%	0.06%	0.08%
郑州银行	0.041%	0.012%	0.05%	0.06%
青岛银行	0.041%	0.013%	0.05%	0.07%
苏州银行	0.029%	0.008%	0.08%	0.10%
浦发银行	0.025%	0.007%	0.07%	0.08%
华夏银行	0.021%	0.007%	0.07%	0.09%
民生银行	0.026%	0.009%	0.05%	0.06%
招商银行	0.026%	0.010%	0.05%	0.07%
江苏银行	0.029%	0.009%	0.07%	0.09%
杭州银行	0.021%	0.007%	0.09%	0.11%
西安银行	0.054%	0.013%	0.05%	0.07%
南京银行	0.034%	0.008%	0.08%	0.10%
渝农商行		0.007%	0.08%	0.11%
常熟银行		0.014%	0.06%	0.07%
兴业银行	0.021%	0.007%	0.07%	0.09%
北京银行	0.026%	0.006%	0.07%	0.09%
上海银行	0.023%	0.006%	0.09%	0.11%
农业银行	0.030%	0.009%	0.05%	0.06%
交通银行	0.038%	0.009%	0.05%	0.06%
工商银行	0.050%	0.010%	0.05%	0.06%
长沙银行	0.023%	0.010%	0.08%	0.11%
邮储银行	0.055%	0.009%	0.08%	0.10%
光大银行	0.036%	0.011%	0.05%	0.06%
成都银行	0.031%	0.009%	0.07%	0.09%
浙商银行	0.022%	0.009%	0.07%	0.09%
建设银行	0.035%	0.010%	0.05%	0.06%
中国银行	0.040%	0.009%	0.05%	0.06%
贵阳银行	0.025%	0.009%	0.08%	0.10%
中信银行	0.024%	0.008%	0.06%	0.08%
上市银行合计	0.032%	0.011%	0.06%	0.07%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：测算 2023 年 12 月存款利率下调对银行 2024 年净息差的影响约为 3-4bp

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn