

“意外”之中的“不意外”

——2024年1月24日央行降准解读

核心观点：

下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放约 1.4 万亿长期流动性，增加银行利润约 200 亿。本次调降时点符合我们《降与不降背后的逻辑》报告中的判断“降准概率高于降息”，调降的力度超过此前预期。

为什么本月降准？

为市场补充流动性。现阶段中期借贷便利余额和逆回购操作均处于高位，央行为商业银行释放了 1.4 万亿资金，能有效补充商业银行可使用资金量。

财政货币协同发力。从年初地方政府债发行情况来看，今年新增债券集中在 3 月份发行，3 月~4 月有审议发行特别国债的可能性。选择春节前 2 月 5 号降准可以使春节后政府债券发行更加从容，这是货币和财政的协同。

为商业银行经营减负。我国商业银行的净息差下降至 1.73% 的低位，商业银行经营压力较大。

减少跨年资金的冲击。在春节前提前降准释放资金也有助于商业银行安排跨年资金，减少货币市场的利率波动。

稳定资本市场预期。虽然不是降准的主要原因，但是央行也会有一定的考量。

结构性降息是货币政策精准的体现

人民银行对于支农支小再贷款利率已经连续两年没有变化，而在两年期间，LPR 下降了 30 个基点，人民银行的长期性货币工具与贷款利差大幅收窄，对于商业银行支农支小再贷款的积极性提振下降。

降准不意味宽松，更体现货币政策的“灵活”

降准和结构性降息并不意味着货币政策的宽松，反而体现的是货币政策的“灵活”。央行的结构性工具利率下调体现了货币政策的“精准”。

降准并未结束，年内保守两次降准来看，年内 75BP~100BP 的降准幅度是可以期待的。密切观察 1 季度经济运行情况，降息作为更强力的工具，可能需要看到经济数据明确下行后才会启动，体现货币政策“适度”。

对市场的影响

历史复盘来看，央行降准公告释放积极的政策信号，有利于增强市场信心，提振 A 股市场，利于国内利率债市场。2008 年至 2023 年，央行全面降准共计 24 次，其中，公告后五个和后十个交易日上证综指上涨的概率分别为 58.33% 和 62.50%，平均涨跌幅分别为 +0.53% 和 +0.59%，可见降准公告对于 A 股行情而言有一定提振效果。从降准对金融地产行业股指的走势影响来看，提振效果从高到低依次是非银金融、银行、房地产。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

分析师助理：聂天奇、王雪莹、周美丽

风险提示

1. 对政策理解不到位的风险
2. 美联储货币政策超预期的风险
3. 中国货币政策超预期的风险
4. 金融市场的风险

目 录

一、 降准时间在预期内，力度略强	3
二、 降准的目的	3
三、 结构性降息是货币政策精准的体现	5
四、 降准意味货币政策的“灵活”	6
五、 历次降准 A 股表现回顾.....	6
六、 风险提示	9

2024年1月24日，央行发布公告决定自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）。金融机构加权平均存款准备金率约为7.0%，其中大型存款类金融机构准备金率为10%，中小金融机构为7.0%。

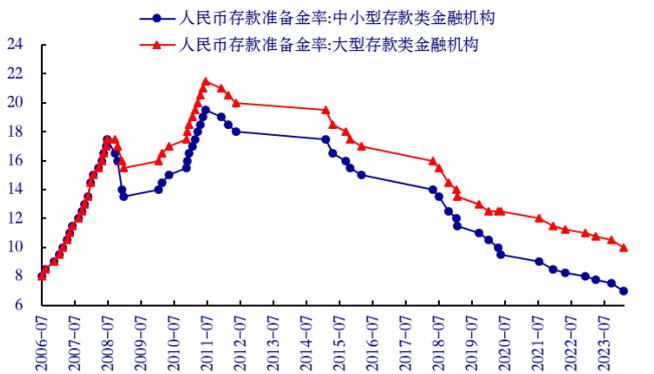
自2024年1月25日起，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点。下调后，支农再贷款、支小再贷款利率1年期、6个月期和3个月期贷款利率分别为1.75%、1.65%和1.45%。

一、 降准时间在预期内，力度略强

在1月份普遍降息预期落空后，降准的预期上行，央行在1月份末发布降准公告，在降准时间点上符合我们预期（详见《降与不降背后的逻辑》，2024年1月20日）。2月份一次性下调准备金率50个基点，略超市场预期，2021年~2022年央行降准均以25BP为标准线。

以2023年底存款余额计算，2月份的降准会释放1.4万亿左右的长期资金，为银行节约200亿资金。

图1：存款准备金率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：年度降准幅度（bp）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、 降准的目的

1月份的降准的目的仍然较为明确，为巩固和增强经济回升向好态势，灵活适度、精准有效实施稳健的货币政策，加大宏观调控力度，强化逆周期和跨周期调节，保持流动性合理充裕。

（一）为市场补充流动性

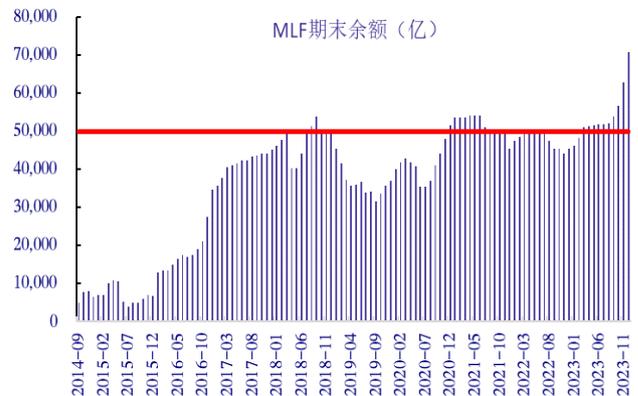
银行流动性仍然处于偏紧的状态，银行间质押逆回购总量处于7万亿~8万亿之间，中期借贷便利余额总量达到7.07万亿，银行资金在使用上处于较紧的状态。为了银行业的经营以及补充市场流动性，央行为商业银行释放了1.4万亿资金，能有效补充商业银行可使用资金量。

图3：银行间质押逆回购



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：MLF 期末余额

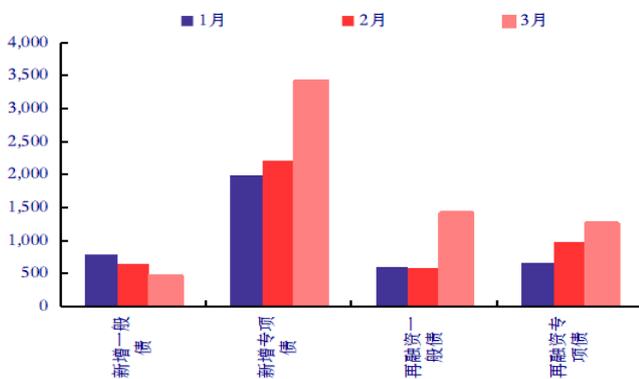


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（二）财政货币协同发力

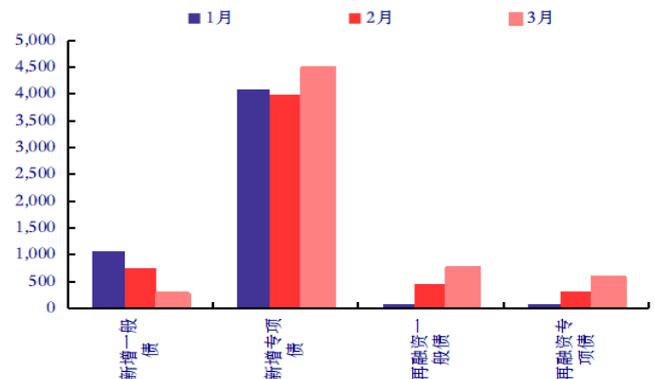
从年初地方政府债发行情况来看，今年新增债券集中在3月份发行。根据年初各地政府的报道，目前地方拟在储备超长期特别国债的项目，从特别国债的发行审批要求来看，3月初的全国人大会议及4月份的全国人大常委会均有审议发行特别国债的可能性。选择春节前2月5号降准可以使春节后政府债券发行更加从容，这是货币和财政的协同。

图5：2024 年地方政府债券一季度发行节奏显著后置（亿元）



资料来源：Chinabond，中国银河证券研究院

图6：2023 年地方政府债券一季度发行节奏（亿元）

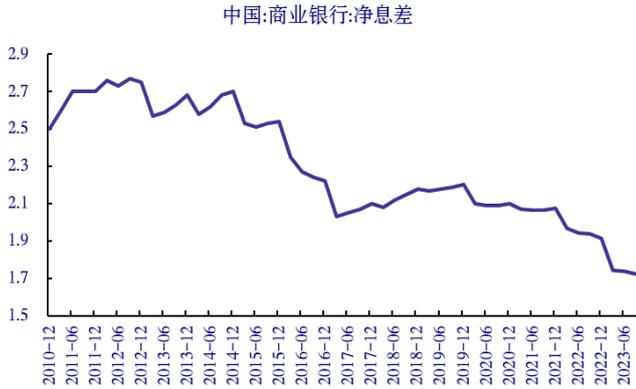


资料来源：Chinabond，中国银河证券研究院

（三）为商业银行经营减负

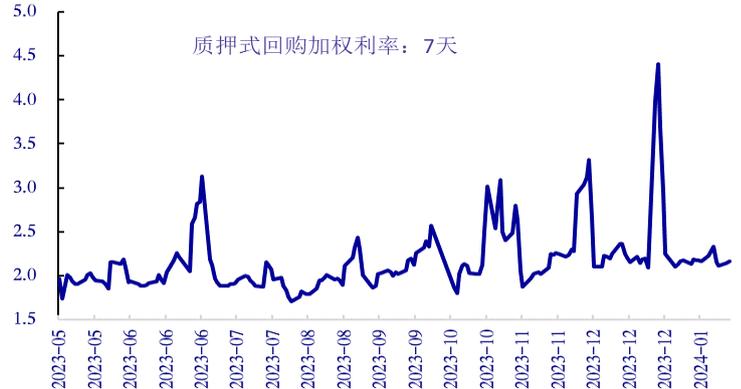
我国经济稳定依靠金融系统配合，主要是商业银行的配合。开年商业银行需要配合财政发力，同时要推动全社会利率水平不断下降，也要面临未来降息的压力。我国商业银行的净息差下降至 1.73% 的低位，商业银行经营压力较大。本次不仅为商业银行释放长期资金，同时也为商业银行增加了 200 亿利润，小幅缓解商业银行的经营压力。

图7：商业银行净息差下行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：质押式回购加权利率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（四）减少跨年资金的冲击

目前货币市场资金利率较为平稳，但是在 2023 年临近跨年，货币市场资金需求量上行，资金利率大幅走高。在春节前提前降准释放资金也有助于商业银行安排跨年资金，减少货币市场的利率波动。

（五）稳定资本市场预期

稳定资本市场预期不是商业银行降准的目的，但是在降息预期落空，资本市场大幅下滑的情况下，稳定资本市场预期也可能在考量范围内。

三、 结构性降息是货币政策精准的体现

央行公告在 2024 年 1 月 25 日下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点。这是央行结构性降息的体现，但是这种降息是为了特定的目的。

人民银行对于支农支小再贷款利率已经连续两年没有变化，而在两年期间，LPR 下降了 30 个基点，人民银行的长期性货币工具与贷款利差大幅收窄，对于商业银行支农支小再贷款的积极性提振下降。

图9：支农支小再贷款利率（%）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图10：LPR 与支农支小再贷款利差（%）



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

四、 降准意味货币政策的“灵活”

1月24日的降准和结构性降息并不意味着货币政策的宽松，反而体现的是货币政策的“灵活”。2023年中央经济工作会议上对于货币政策的定调是“灵活适度、精准有效”。我们在近期报告《PSL重启是对货币政策预期的修正》中强调货币政策的“适度”并不是全面收紧，是根据经济运行情况相机抉择。所以降息作为较为明确的货币放松信号，需要等待经济明确下行后才能启动，这体现了央行货币政策的“适度”，央行的结构性工具利率下调体现了货币政策的“精准”。

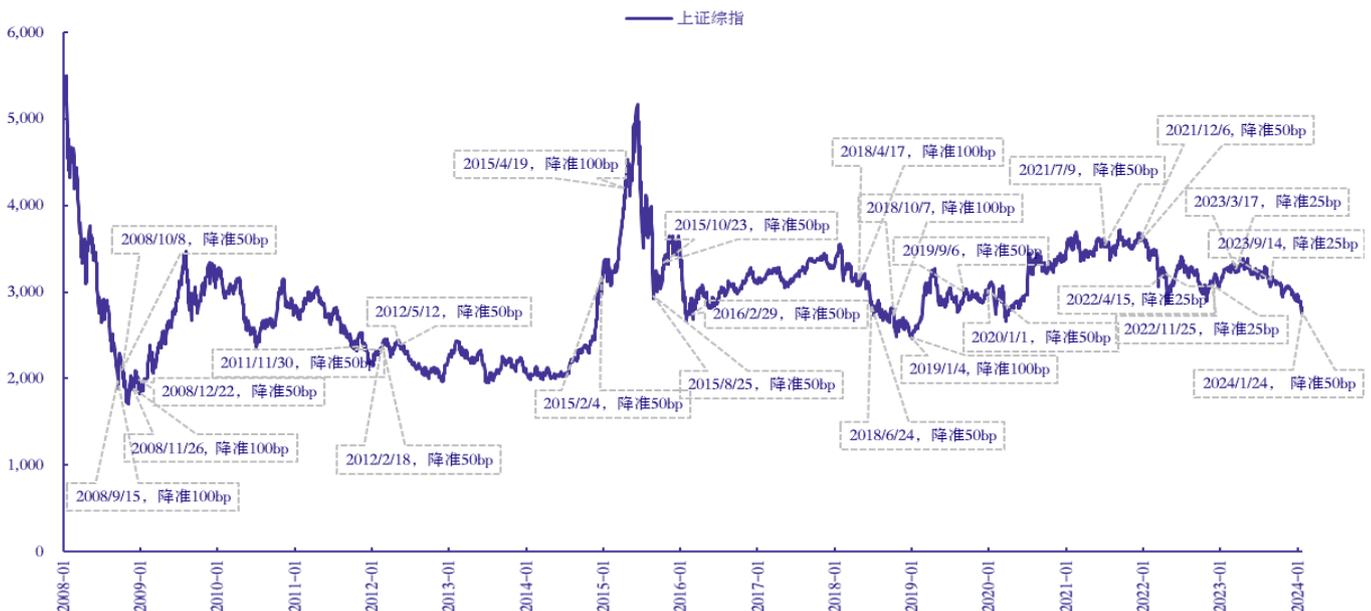
我们在前期报告中提出央行可能有限启动降准，从2018年以来降准情况来看，开年启动50BP的降准并不是结束。2018年我国金融供给侧改革阶段，央行年内降准150BP，后续2年降准在100BP，均是在年初启动了50BP幅度的降准。年内保守两次降准来看，年内75BP~100BP的降准幅度是可以期待的。

降息作为更强力的工具，可能需要看到经济数据明确下行后才会启动。所以需要密切观察1季度经济运行情况，如果生产快速下行，房地产下跌速度加快，那么降息可能启动。

五、 历次降准 A 股表现回顾

历史复盘来看，央行降准公告释放积极的政策信号，有利于增强市场信心，提振A股市场。2008年至2023年，央行全面降准共计24次，其中，14次在公告后五个交易日上证综指出现上涨行情，15次在公告后十个交易日上证综指出现上涨行情，即，公告后五个和十个交易日上证综指上涨的概率分别为58.33%和62.50%，平均涨跌幅分别为+0.53%和+0.59%，可见降准公告对于A股行情而言有一定提振效果。

图11：2008年至今央行历次降准公告与上证综指收盘价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表1：央行历次降准后上证综指涨跌幅（%）

公布时间	降准幅度	1 日后	5 日后	10 日后	公布时间	降准幅度	1 日后	5 日后	10 日后
2023-09-14	-0.25	-0.28	-1.34	-0.51	2016-02-29	-0.5	1.68	7.79	6.38
2023-03-17	-0.25	-0.48	0.46	0.69	2015-10-23	-0.5	0.50	-0.88	5.20
2022-11-25	-0.25	-0.75	1.76	3.39	2015-08-25	-0.5	-1.27	6.80	7.86
2022-04-15	-0.25	-0.49	-3.87	-5.11	2015-04-19	-1	-1.64	2.48	4.51
2021-12-06	-0.5	0.16	2.56	0.12	2015-02-04	-0.5	-1.18	-0.52	1.72
2021-07-09	-1.5	0.67	0.43	0.75	2012-05-12	-0.5	-0.60	-2.11	-2.56
2020-01-01	-0.5	1.15	0.55	1.31	2012-02-18	-0.5	0.27	3.50	4.39
2019-09-06	-1	0.84	1.04	-0.75	2011-11-30	-0.5	2.29	-0.03	-4.50
2019-01-04	-0.5	0.72	1.55	3.23	2008-12-22	-0.5	-4.55	-6.91	-3.21
2018-10-07	-1	-3.72	-7.60	-9.60	2008-11-26	-2	1.05	3.56	9.55
2018-06-24	-0.5	-1.05	-1.47	-4.93	2008-10-08	-0.5	-0.84	-4.66	-9.39
2018-04-17	-1	0.80	2.03	1.11	2008-09-15	-1	-4.47	7.54	4.52
2008 年至 2023 年总计：24 次降准									
上涨概率		45.83%	58.33%	62.50%	平均涨跌幅		-0.47	0.53	0.59

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从银行业来看，央行降准有利于降低银行的资金成本，缓解银行体系的流动性压力。特别是在银行净息差承压的当下，降准有助于促进信贷支持实体经济，为银行让利实体经济打开空间。历史复盘来看，在公告后五个交易日，银行指数上涨的概率达 58.33%，平均涨跌幅为+0.78%，在公告后十个交易日，银行指数上涨的概率虽不及一半，但平均涨跌幅依然录得+0.56%。而从公告次日来看，央行降准对于银行指数的提振不明显。

表2：央行历次降准后银行指数涨跌幅（%）

公布时间	降准幅度	1 日后	5 日后	10 日后	公布时间	降准幅度	1 日后	5 日后	10 日后
2023-09-14	-0.25	-0.47	-0.04	0.23	2016-02-29	-0.5	0.33	6.84	5.33
2023-03-17	-0.25	-0.24	0.08	-0.54	2015-10-23	-0.5	0.27	-0.60	4.16
2022-11-25	-0.25	-1.85	0.99	4.66	2015-08-25	-0.5	5.47	21.16	19.01
2022-04-15	-0.25	-2.97	-3.09	-6.25	2015-04-19	-1	-4.04	-4.99	-2.40
2021-12-06	-0.5	0.88	0.98	-0.48	2015-02-04	-0.5	-0.17	0.65	-0.15
2021-07-09	-1.5	-0.24	-0.21	-2.35	2012-05-12	-0.5	-0.76	-3.10	-3.75
2020-01-01	-0.5	1.66	0.03	-0.55	2012-02-18	-0.5	0.10	1.70	2.95
2019-09-06	-1	-0.30	-0.15	-1.69	2011-11-30	-0.5	2.79	3.42	1.20
2019-01-04	-0.5	-0.22	0.79	2.70	2008-12-22	-0.5	-3.59	-5.73	-1.96
2018-10-07	-1	-3.59	-4.96	-3.77	2008-11-26	-2	0.24	0.65	12.65
2018-06-24	-0.5	-2.00	-4.42	-6.38	2008-10-08	-0.5	-0.32	3.87	-0.35
2018-04-17	-1	1.10	2.74	1.18	2008-09-15	-1	-9.86	2.07	-9.91
2008 年至 2023 年总计：24 次降准									
上涨概率		37.50%	58.33%	41.67%	平均涨跌幅		-0.74	0.78	0.56

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从非银金融行业来看，央行降准释放金融体系内部的流动性，同样对于非银

行业存在利好信号。历史复盘来看，在公告后五个交易日，非银金融指数上涨的概率达 62.50%，平均涨跌幅为+0.86%，在公告后十个交易日，非银金融上涨的概率为 54.17%，平均涨跌幅达+1.93%。而从公告次日来看，难以判断央行降准对于非银金融指数的提振效果。

表3：央行历次降准后非银金融指数涨跌幅（%）

公布时间	降准幅度	1 日后	5 日后	10 日后	公布时间	降准幅度	1 日后	5 日后	10 日后
2023-09-14	-0.25	-0.40	-1.46	-1.66	2016-02-29	-0.5	3.05	9.60	9.01
2023-03-17	-0.25	-1.01	0.41	-0.55	2015-10-23	-0.5	1.21	-0.33	18.38
2022-11-25	-0.25	-1.78	2.79	6.69	2015-08-25	-0.5	-0.87	10.36	11.57
2022-04-15	-0.25	-2.55	-4.68	-8.43	2015-04-19	-1	-4.68	0.22	-0.10
2021-12-06	-0.5	0.80	3.19	1.40	2015-02-04	-0.5	-0.68	5.44	3.17
2021-07-09	-1.5	0.95	0.73	1.97	2012-05-12	-0.5	-0.39	1.41	0.24
2020-01-01	-0.5	0.83	-1.21	-0.12	2012-02-18	-0.5	0.13	5.29	6.76
2019-09-06	-1	0.50	1.35	-2.42	2011-11-30	-0.5	4.17	3.80	-1.90
2019-01-04	-0.5	-0.35	0.70	3.15	2008-12-22	-0.5	-6.93	-8.91	-2.40
2018-10-07	-1	-4.47	-9.27	-7.89	2008-11-26	-2	2.47	4.00	15.80
2018-06-24	-0.5	-1.77	-1.31	-4.04	2008-10-08	-0.5	0.29	-4.56	-10.77
2018-04-17	-1	0.96	3.33	1.07	2008-09-15	-1	-6.91	-0.33	7.34
2008 年至 2023 年总计：24 次降准									
上涨概率		45.83%	62.50%	54.17%	平均涨跌幅		-0.72	0.86	1.93

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表4：央行历次降准后房地产指数涨跌幅（%）

公布时间	降准幅度	1 日后	5 日后	10 日后	公布时间	降准幅度	1 日后	5 日后	10 日后
2023-09-14	-0.25	0.29	-1.13	-2.99	2016-02-29	-0.5	2.92	8.31	4.53
2023-03-17	-0.25	-0.61	0.26	-2.84	2015-10-23	-0.5	-0.31	-1.67	2.83
2022-11-25	-0.25	-0.44	3.45	6.32	2015-08-25	-0.5	-2.21	1.93	3.65
2022-04-15	-0.25	-3.36	-9.20	-10.07	2015-04-19	-1	-1.33	3.87	6.74
2021-12-06	-0.5	1.15	1.34	2.18	2015-02-04	-0.5	-0.78	-2.39	0.96
2021-07-09	-1.5	-0.74	-1.65	-3.92	2012-05-12	-0.5	0.62	-1.87	0.71
2020-01-01	-0.5	1.15	-1.32	-1.24	2012-02-18	-0.5	0.78	9.93	11.36
2019-09-06	-1	1.29	2.47	-0.22	2011-11-30	-0.5	3.42	1.92	-4.88
2019-01-04	-0.5	0.77	0.77	1.66	2008-12-22	-0.5	-6.20	-10.98	-6.72
2018-10-07	-1	-4.61	-10.30	-12.76	2008-11-26	-2	2.92	6.13	14.79
2018-06-24	-0.5	-3.00	-6.58	-13.39	2008-10-08	-0.5	-3.21	-3.44	-5.46
2018-04-17	-1	0.61	1.80	-1.24	2008-09-15	-1	-0.85	7.56	6.31
2008 年至 2023 年总计：24 次降准									
上涨概率		45.83%	54.17%	50.00%	平均涨跌幅		-0.49	-0.03	-0.15

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

从房地产行业来看，降准将为市场提供更多长期资金，增加市场流动性，有助于房地产信贷环境的边际改善，同时，降准公告释放稳增长信号，有助于巩固经济回升向好态势，对于防范化解房地产风险存在积极意义。复盘历次央行降准

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

公告后的市场表现，公告后五个和后十个交易日，房地产指数上涨的概率均不低于 50%。但是从平均涨跌幅的角度看，降准公告对于房地产行情的提振效果并不明显，主要在于房地产市场与经济走势的相关性较大，向上行情很大程度上依赖于基本面好转的信号。

六、 风险提示

报告结论基于历史价格信息和统计规律，但二级市场受各种即时性政策影响易出现统计规律之外的走势，所以报告结论有可能无法正确预测市场发展，报告读者需审慎参考报告结论。基金历史收益不代表未来业绩表现，文中观点仅供参考，不构成投资建议。

市场可能存在的风险：对政策理解不到位的风险，美联储货币政策超预期的风险，中国货币政策超预期的风险，金融市场的风险。

。

图表目录

图 1: 存款准备金率 (%)	3
图 2: 年度降准幅度 (%)	3
图 3: 银行间质押逆回购 (%)	4
图 4: MLF 期末余额 (亿)	4
图 5: 2024 年地方政府债券一季度发行节奏显著后置 (亿元)	4
图 6: 2023 年地方政府债券一季度发行节奏 (亿元)	4
图 7: 商业银行净息差下行 (%)	5
图 8: 质押式回购加权利率 (%)	5
图 9: 支农支小再贷款利率 (%)	5
图 10: LPR 与支农支小再贷款利差 (%)	5
图 11: 2008 年至今央行历次降准公告与上证综指收盘价	6

表格目录

表 1: 央行历次降准后上证综指涨跌幅 (%)	7
表 2: 央行历次降准后银行指数涨跌幅 (%)	7
表 3: 央行历次降准后非银金融指数涨跌幅 (%)	8
表 4: 央行历次降准后房地产指数涨跌幅 (%)	8

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。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。

杨超 策略分析师。

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