

宏观点评

“降准预告”的三重意义

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

2024 年 1 月 24 日，中国人民银行行长潘功胜国新办新闻发布会上表示，将于 2 月 5 日下调存款准备金率 0.5 个百分点；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。

平安观点：

■ 一重意义：释放稳信贷、稳物价积极信号

从开年以来高频数据看，中国物价回落压力依然较大，信贷内生需求仍显不足。1) 国家统计局旬度公布 50 种流通领域重要生产资料价格，1 月上旬有 32 种价格环比回落、1 月中旬价格回落的数量扩大至 39 种。2) 以票据贴现利率观察，国股行半年期转贴现利率在 1 月 9 日升至 2.29% 相对高位，到 1 月 23 日已回落 49bp，降至 1.8%。物价回落意味着实际利率抬升，影响企业融资意愿，不利于经济增长内生动能的持续恢复。同时，2023 年 12 月中央经济工作会议曾指出“*促进社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配*”，意味着以降准降息等方式提升 M2 增速、推升物价水平、提振信贷需求的诉求较强。

对商业银行而言，负债成本压力居高不下，影响其降低贷款利率的意愿和能力。为配合政府债券发行、平抑资金面波动，央行连续三个月大量投放 MLF，使其存量余额升至 2024 年 1 月 7.2 万亿的历史新高，而 2023 年 10 月仅 5.7 万亿，对银行成本的推升不容小觑。我们测算，央行本次降准释放 1 万亿低成本中长期资金，将节约商业银行年化资金成本 88 亿元（以 MLF 与法定存款准备金利差计）；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，将节约商业银行年化资金成本 67 亿元（以 2023 年三季度末余额计）。预计两项政策合计降低商业银行年化成本 155 亿元，将有助于促进商业银行 LPR 报价和贷款利率的下调。

■ 二重意义：加强政策沟通，引导市场预期

2023 年 12 月末以来，市场降息预期不断升温：先是国有大行开始新一轮下调存款利率，而后股份制、城农商行较快跟进，且物价增速延续低位、实际利率依然高企，令市场遐想名义利率将迎调降。

然而，2024 年 1 月的 MLF、LPR 报价均未出现调整，降息预期两次落空，市场一度认为央行决策、乃至宏观政策总体定力或强于以往，从而对经济基本面的悲观情绪有所增强，这与股票市场开年以来的弱势表现不无关联。值此之际，潘行长提前宣告降准、下调支农支小再贷款及再贴现利率，有助于引导预期、凝聚共识，更有熨平市场波动的政策导向。

■ 三重意义：“我国货币政策仍然有足够的空间”

一是，外部掣肘将会趋弱。潘行长指出“2024年发达经济体货币政策的外溢性将朝着压力减小的方向发展……客观上有利于增强中国货币政策操作的自主性，拓展货币政策操作的空间”。

二是，存款准备金率下限并非“紧约束”。从此前多次降准公告及其他渠道央行沟通看，存款准备金率或有“5%隐形下限”，这主要基于“我国经济发展阶段、最优资源配置和金融机构自身稳健经营问题”。2022年以来有四次全面降准，存款准备金率的下调幅度均为0.25个百分点，步长弱于此前。本次新闻发布会上，潘行长指出“我国目前法定存款准备金率平均水平为7.4%，与国际上主要经济体央行相比，空间还是比较大的，这是补充银行体系中长期流动性的一个有效工具”，并将单次降准幅度提升至0.5个百分点，有助于打消市场对存款准备金率中长期空间的担忧。

■ 如何看待后续中国货币政策宽松的幅度与节奏？

展望2024年，基于房地产市场磨底、新兴产业局部产能过剩的现状，中国经济实现5%的增速目标、促进物价向合理水平回升，离不开货币政策的总量支持，全年降息20bp以上、进一步下调存款准备金率存在必要性和空间。降准降息的节奏主要取决于国内经济增长动能的变化、以及外部美联储降息及美元指数的变化。短期看，不排除中国LPR报价于2月下调，政策利率于3月出现下调的可能。

一方面，从中国经济增长动能出发，3月春节复工将是重要的观察窗口。得益于去年末万亿国债增发资金逐步落地项目，2024年1月以来中国基建投资实物工作量继续较快形成，也使1月以来工业生产高频数据表现略强于季节性。考虑到2024年春节时间较晚，基建带动效应短期还将持续。不过，2023年3月是中国疫情防控政策优化后经济快速反弹的时期，而2024年3月中国经济趋向常态化运行，基数抬升之下经济复苏的“成色”或将更充分地浮出水面。

另一方面，从美联储货币政策走势出发，3月份首次降息能否落地较为重要，这也将影响市场对美联储全年降息的幅度的判断。若有美国经济慢降温、“去通胀”遇阻、流动性不紧、或美联储“放鹰”的情形出现，海外“紧缩交易”或将阶段性上演（详见我们报告《如何看待美国降息预期“抢跑”？》），届时美债利率与美元指数可能保持高位或阶段上行，从而令人民币汇率面临潜在贬值压力。反之，若美国通胀放缓、就业和消费数据降温，支撑美联储3月就启动降息，将有助于拓宽中国货币政策的宽松空间。

■ 风险提示：海外经济超预期衰退；美联储货币政策超预期变化；国内宏观政策力度或落地效果不及预期；国际地缘局势变化超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100071