

# 一季度降准落地，降息可期但时点或后置

## 2024年1月降准点评

### 核心观点

#### 央行降准50BP，市场一季度降准预期兑现

在1月24日下午举行的国务院新闻办发布会上，央行行长潘功胜宣布人民银行将于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；明天（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。

潘功胜表示，当前我国货币政策仍然有足够的空间，我们将平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系，强化逆周期和跨周期调节，为经济运行创造良好的货币金融环境。并指出，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（降准）是补充银行体系中长期流动性的一个有效工具。

#### 降准背景其一：强化逆周期调节，持续推动经济高质量发展，助力资本市场稳定运行

2023年央行逆周期调节力度有所加大，2023年3月和9月两次降准，累计降低存款准备金率0.5个百分点。降息方面，6月由OMO利率引导LPR利率调降10BP之后，8月由MLF利率引导新一轮非对称降息，一年期LPR下调10个基点，5年期LPR按兵不动。2023年内两轮货币宽松对于推动经济实现质的有效提升和量的合理增长的作用是不可忽视的，也使得市场对于宽松政策力度和节奏期待升高。

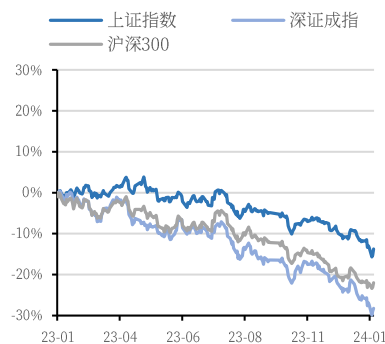
2023年下半年以来，在有效需求不足、部分产业产能过剩、社会预期偏弱、外部环境不确定性上升等多种因素夹击下，国内经济恢复的进程不及预期。近期公布的一系列经济指标仍偏弱，2023年12月CPI仍处于水平面之下，连续三个月处于负区间；官方制造业PMI降至49，也是连续三个月低于荣枯线，不及市场预期。随着安全因素在全球产业链布局中的重要性逐渐凸显，国际局势演变和全球产业链重构使得出口修复不确定性上升，出口整体对经济增长仍呈现拖累作用。

从社会融资规模来看，2023年以来实体经济动能由强转弱，截止12月居民和企业在内的私人部门信用扩张意愿相对低迷，政府债仍然是社融的主要支撑。2023年M1与M2皆呈不断下探态势，尤其是M1下行幅度明显，带动M1-M2剪刀差长期处于低位，反映我国社会生产活跃度相对偏低，企业内生动力缺乏。在此背景下，央行启动新一轮货币宽松，以释放长期流动性，降低实体部门融资成本，降低经济整体的通缩风险是应有之义。基于此，2023年底以来市场对于降息或降准的预期不断抬升，债券市场已提前交易最乐观的“降准+降息”预期，10年期国债收益率自2023年12月初开启下行趋势，截止目前波动中枢已经降至MLF政策利率（2.50%）附近。

### 主要数据

上证指数	2820.7719
沪深300	3277.1089
深证成指	8682.1862

### 主要指数走势图



### 作者

符旻 分析师  
SAC执业证书: S0640514070001  
联系电话: 010-59562469  
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘倩 研究助理  
SAC执业证书: S0640122090025  
联系电话: 010-59562515  
邮箱:

### 相关研究报告

出口延续同比高增，为经济复苏提供有力支撑  
—2023-05-10  
金融市场分析周报 —2023-05-09  
流动性有望逐步由内松外紧转为内外皆松 —  
2023-05-08

但是1月15日央行平价超量续作MLF，打破了市场的降息预期。预期回踩之下资本市场出现较大波动，2024年一月以来股票市场出现连续下跌，沪指一度跌破2800点，引起了社会层面以及政府相关部门的关注。1月22日国常会明确提出要采取更加有力有效措施，着力稳市场、稳信心，23日、24日证监会主要领导接连针对资本市场作出积极表态，显示监管层将全力维护资本市场稳定运行，24日国资委也表示将进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核等。本次降准消息的宣布与前述利好信号形成了组合拳，充分体现了中央积极支持资本市场健康发展，有助于稳定市场信心，缓解市场焦虑。消息发布后，MSCI中国A50互联互通指数期货、富时中国A50指数期货短线拉升，均涨超2%。港股涨幅持续扩大，恒生指数一度涨超4%，恒生科技指数涨近5%。

#### ● 降准背景二：春节前流动性干扰因素增加，降准有助于平滑资金面波动

2023年7月的政治局会议提出，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。作为化债方案的重要组成部分，地方政府特殊再融资债从2023年10月以来密集发行，仅10月就发行了将近1.2万亿，政府债缴款对流动性的挤压作用使得资金利率居高不下，10月DR007月度均值录得1.98%，高出政策利率将近20BP，9-11月DR007月度均值分别录得1.97%、1.98%、1.97%，银行系统流动性压力增加，同业存单到期收益率大幅上行，同时长短端收益率出现倒挂。伴随政府债发行节奏趋缓，12月资金面有所缓和，DR007月度均值回落至1.84%。2024年1月以来DR007为代表的资金利率持续在政策利率上方运行。往后看，春节前资金市场扰动因素增多。2024年一季度信贷投放、政府债发行以及春节因素等均可能加大资金面的波动，降准操作有助于平滑资金面波动，维持金融系统稳定运行。

#### ● 政策展望：化债及维持金融稳定需求下降息可期，但时点或后置

首先，从当前稳物价、稳信贷、稳经济以及稳妥有效防范化解重点领域金融风险等多方面需求来看，进一步调降政策利率的必要性是较强的。潘功胜在本次会议上指出，2024年，总量方面，将综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，使社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。在节奏上把握好新增信贷的均衡投放，增强信贷增长的稳定性。此外，人民银行在货币政策工具的使用中，将强化跨周期和逆周期调节，为经济增长和物价稳定营造良好的货币金融环境。

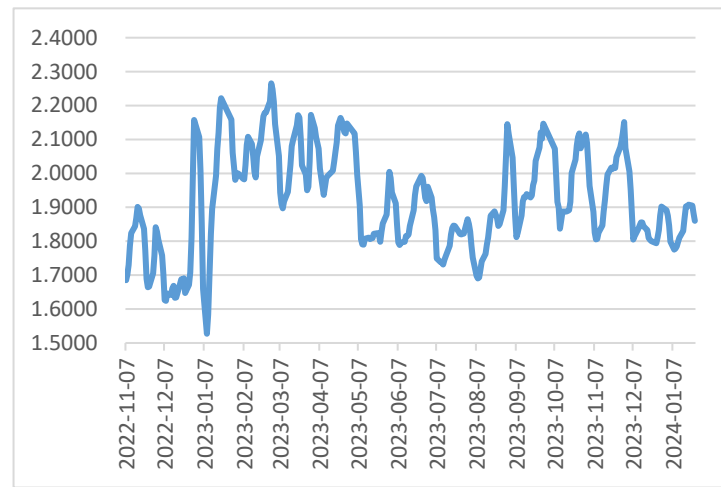
其次，在以我为主、同时兼顾内外均衡的货币政策大方向下，进一步降息的可行性条件有望逐步具备。外部环境方面，伴随美国通胀水平的持续回落，2024年美联储货币政策转向已是大概率事件，其货币政策的外溢性将朝着压力减小的方向发展，中美货币政策周期差有望趋于收敛，客观上将有利于增强中国货币政策操作的自主性，拓展货币政策操作的空间。内部条件上，多家国有银行在2023年12月下调存款挂牌利率，新一轮存款利率压降缓解了银行系统的息差压力，为进一步降息提供了有利条件。并且央行在本次会议上宣布，从2024年1月25日开始，将把提供给金融机构的支农支小再贷款、再贴现利率由2%下调到1.75%，这些措施都将有助于推动LPR下行。

但另一方面，降息时点有可能会晚于市场预期的一季度。2023年12月央行召开的四季度货币政策会议整体延续了中央经济工作会议的表述，但是货币政策基调提法从“精准有力”到“精准有效”，对比二、三季度来看，央行对货币结构性调整的重视更

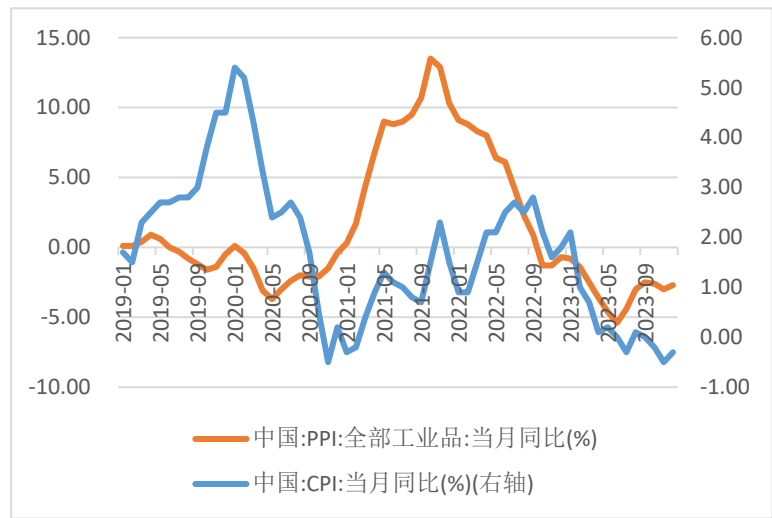
高。货币政策宽松基调虽然并未改变，但是央行仍旧强调了积极盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率，显示央行对资金空转的关注程度仍较高。

因此央行近期的货币政策操作保持了定力，侧重于通过 OMO、MLF、PSL 等工具保持流动性合理充裕，DR007 也持续在政策利率上方运行。考虑到当前中美利差仍处高位，市场对于美联储开启降息的时点预期大幅超前，可能过于乐观。美联储后续的货币政策路径当前仍不清晰，需警惕预期回摆引发资本市场波动调整，以及对人民币汇率造成的外部压力。因此，在美联储宽松转向进一步明晰之前，央行对于政策利率的调降可能会相对谨慎。

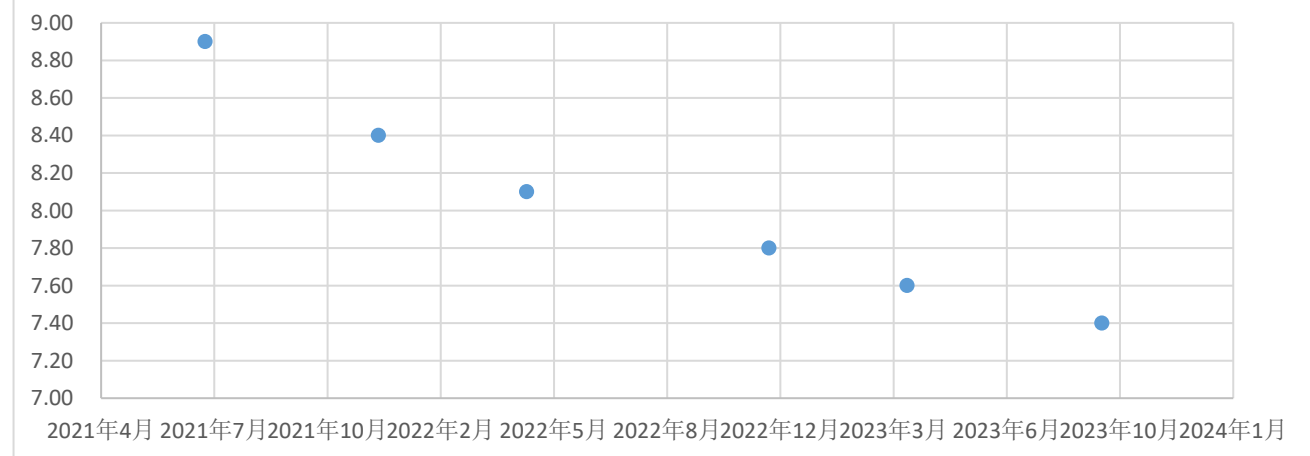
**风险提示：国内政策推行不及预期；地缘政治事件超预期；海外流动性收紧超预期；国内需求端恢复速度显著偏慢**

**图1 DR007 利率走势 (MA5) (%)**


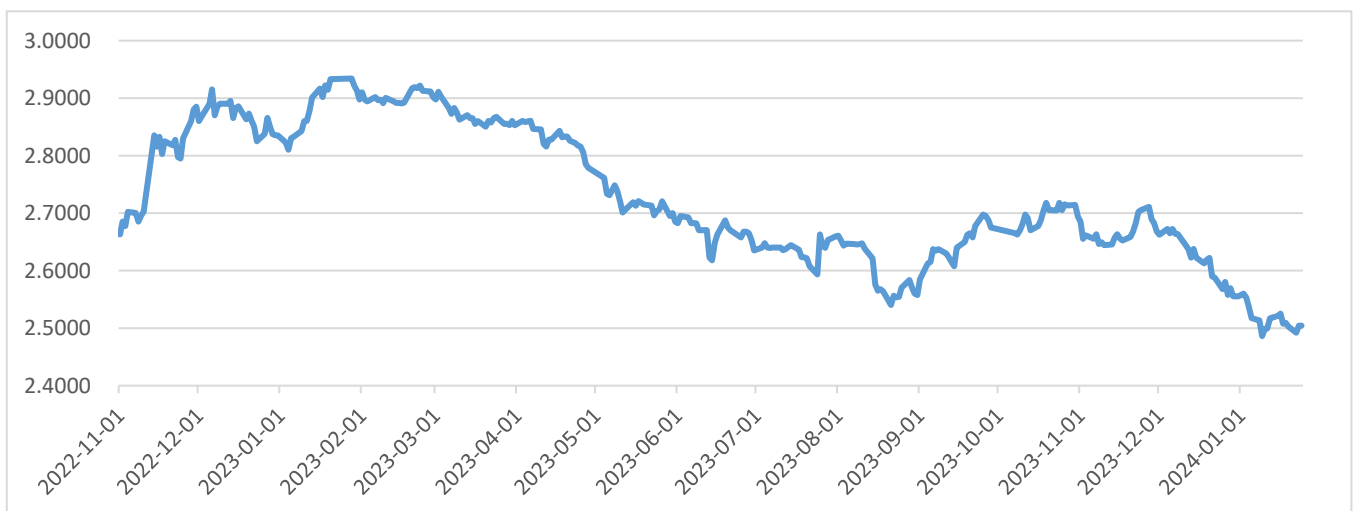
资料来源: Wind, 中航证券研究所

**图2 2023 年以来国内通胀水平走低**


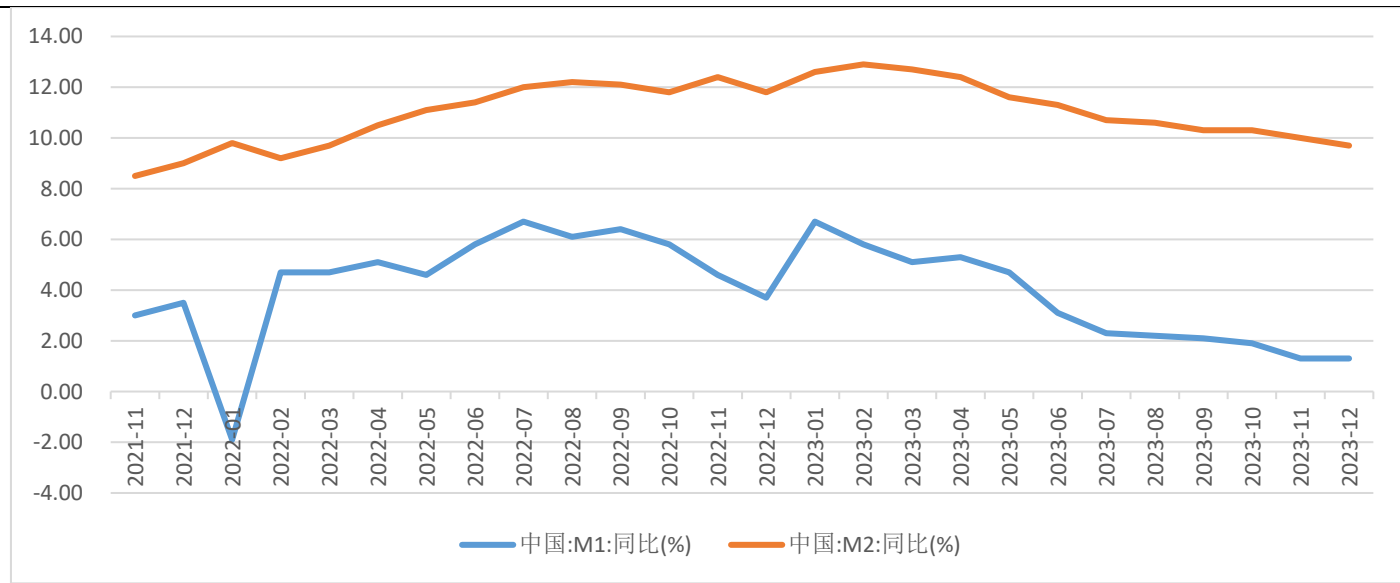
资料来源: Wind, 中航证券研究所

**图3 中国:加权平均存款准备金率 (%)**


资料来源: Wind, 中航证券研究所

**图4 10 年期国债收益率 (%)**


资料来源：Wind, 中航证券研究所

**图5 M1 和 M2 同比增速**


### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637