

2024年1月降准点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业

S1130522080007）

majieying@gjzq.com.cn

超预期降准，释放的信号？

事件：

1月24日，央行宣布于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金的金融机构）。

超预期降准、提振信心，强化政策靠前，或为配合实体融资与政府发债等

本此降准时点超预期、降幅回升，预计释放长期资金超万亿。1月24日央行宣布，将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点；本此下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7%。本次普降0.5个百分点、幅度时隔2年再度回升，此前4次降幅均为0.25个百分点，叠加MLF超额续作等，合计释放中长期资金近1.2万亿元。

当前时点降准，或旨在提振市场信心、强化政策靠前等。此次降准或体现稳定市场信心的迫切性，当前内生动能有待增强，或需政策进一步呵护，对流动性环境边际影响或相对较小。年初MLF超额续作、新增PSL直接提供基础货币等，使得银行间流动性环境持续保持平稳宽松，直观表现为DR007利率围绕同期政策利率小幅波动。

降准补充基础货币、助力稳增长和实体融资，或也为配合政府债券发行等。伴随融资成本回落、银行净息差收窄下，商业银行负债端承压，于2023年底再度下调存款利率；降成本除下调存款利率外，降准提供“更便宜”的资金也或起到一定作用。此外，26个省市公布一季度地方债新券规模或达万亿，降准或也配合政府债券大规模集中发行等。

降准之后，总量操作再加力必要性或较低，关注稳增长“三级火箭”落地情况、警惕债市“潜在”风险

货币政策“精准有力”下，降息等总量政策再加力的概率或相对较低。当前政策对稳汇率的关注度依然较高，四季度货政例会延续强调“坚决对顺周期行为予以纠偏”、“坚决防范汇率超调风险”等；银行间流动性水平也处于平稳宽松阶段，降息等总量再度宽松的必要性或相对较低（详情参见《结构支持“高质量发展”》）。

货币先行、财政加力在路上，关注稳增长“三级火箭”的落地情况等。资金“前置”带来的投资增长与实际落地间或存在“错位”，对需求支撑或逐步显现。自2023年10月起，稳增长相关措施正有序推进，依次包括万亿国债项目落地、地产“三大工程”加速布局、重大项目积极部署等。伴随稳增长项目落地实施等，12月建筑业活动预期指数已扩张至65.7%，近期高频指标也有体现，例如，沥青开工率节后回升等。

重申观点：总量宽松落地、基本面利空累积等，或使得债市“潜在”风险累积。岁末年初，债市收益率强势下行，当前已与资金利率走势相背，对基本面数据也有所“钝化”，潜在风险或在累积。短期来看，降准落地后警惕止盈情绪发酵造成的债市调整；中期来看，稳增长“三级火箭”逐步落地过程中的经济修复，使得债市利空因素已在累积。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

| | |
|---------------------|---|
| 1、超预期降准，释放的信号？..... | 3 |
| 风险提示..... | 5 |

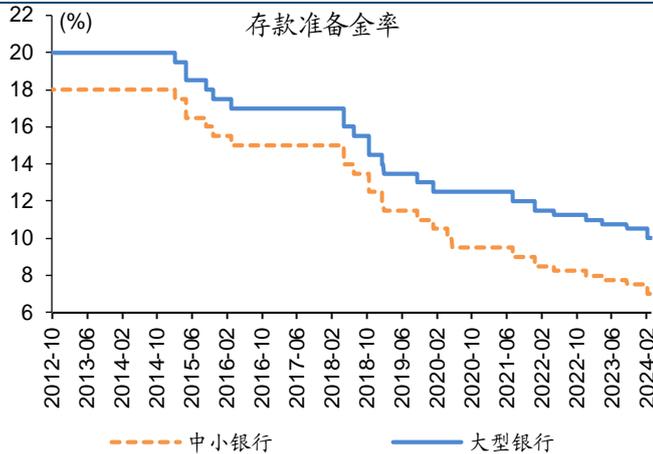
图表目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 图表 1： 1 月 24 日，央行宣布降准..... | 3 |
| 图表 2： 降准幅度为 0.5 个百分点、时隔两年回升..... | 3 |
| 图表 3： 1 月，MLF 再度超额续作..... | 3 |
| 图表 4： 当前银行间流动性环境相对平稳宽松..... | 3 |
| 图表 5： 银行多次下调存款利率降成本..... | 4 |
| 图表 6： 一季度，26 个省市公告地方债新券或达万亿..... | 4 |
| 图表 7： 政策对稳汇率关注度依然较高..... | 4 |
| 图表 8： 美元兑人民币仍处于高位..... | 4 |
| 图表 9： 2023 年 10 月，新增万亿国债..... | 5 |
| 图表 10： “三大工程”示意图..... | 5 |
| 图表 11： 12 月，建筑业活动预期指数升至高景气区间..... | 5 |
| 图表 12： 部分高频指标已有回暖信号..... | 5 |

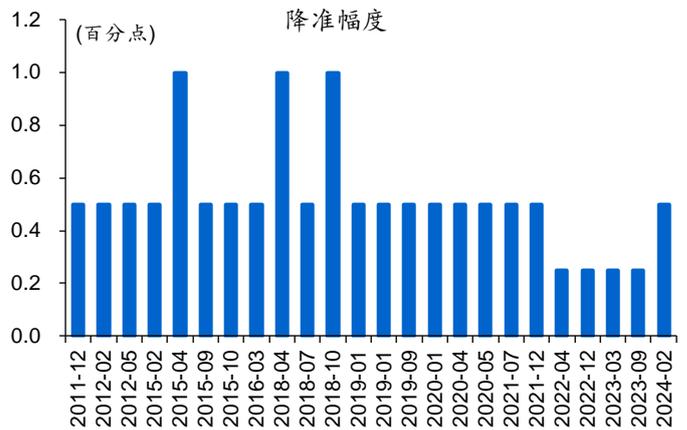
1、超预期降准，释放的信号？

本此降准时点超预期、降幅回升，预计或释放长期资金超万亿。1月24日央行宣布，将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点；本此下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7%。本次普降0.5个百分点、幅度时隔2年再度回升，此前4次降准幅度均为0.25个百分点，叠加MLF超额续作等，合计释放中长期资金近1.2万亿元。

图表1：1月24日，央行宣布降准



图表2：降准幅度为0.5个百分点、时隔两年回升

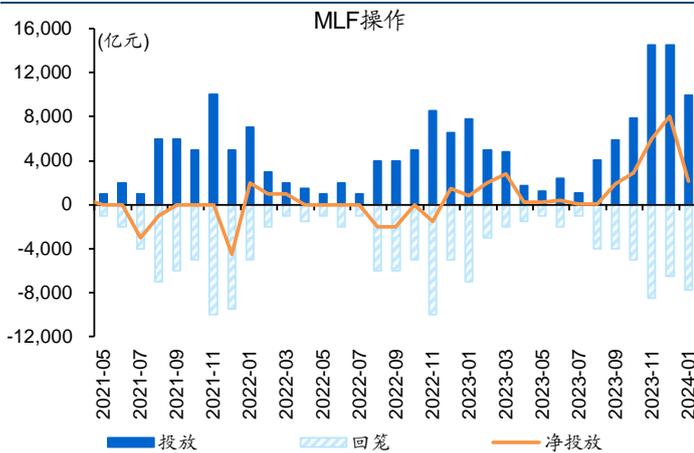


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

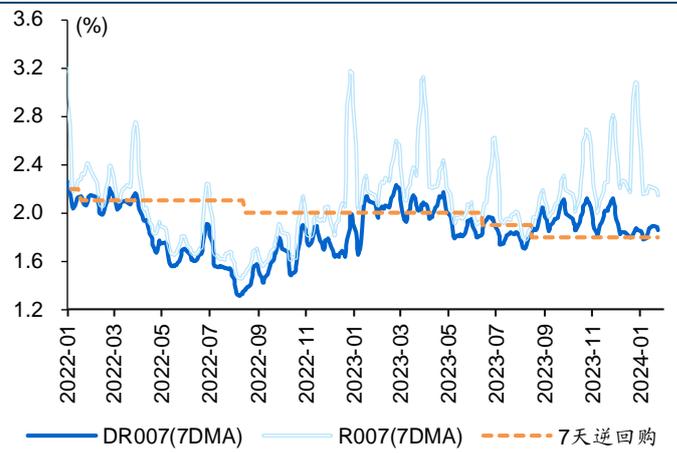
当前时点降准，或旨在提振市场信心、强化政策靠前等。年初MLF超额续作、新增PSL直接提供基础货币等，呵护银行间流动性环境保持平稳宽松，直观表现为DR007利率围绕同期政策利率小幅波动。此次降准或体现稳定市场信心的迫切性，当前内生动能有待增强，或需政策进一步呵护。

图表3：1月，MLF再度超额续作



来源：Wind、国金证券研究所

图表4：当前银行间流动性环境相对平稳宽松



来源：Wind、国金证券研究所

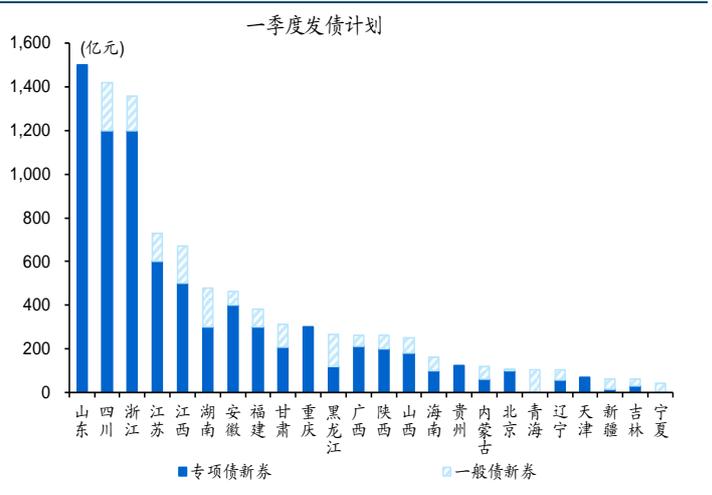
降准补充基础货币、助力稳增长和实体融资，或也为配合政府债券发行等。伴随融资成本回落、银行净息差收窄下，商业银行负债端承压，于2023年底再度下调存款利率；降成本除下调存款利率外，降准提供“更便宜”的资金也或起到一定作用。此外，26个省市公布一季度地方债新券规模或达万亿，降准或也配合政府债券大规模集中发行等。

图表5: 银行多次下调存款利率降成本

| 时间 | 主要调整内容 |
|----------|--|
| 2022年4月 | 市场利率定价自律机制召开会议, 鼓励中小银行存款利率浮动上下下调约10BP, 并与MPA考核挂钩。 |
| 2022年9月 | 国有大行及股份行存款利率将相应下调。其中, 活期存款利率下调5BP、3年期存款利率下调15BP、其它期限存款利率均下调10BP。 |
| 2023年4月 | 中小银行跟进去年9月国有大行补降存款利率, 调整幅度在5到30BP之间。 |
| 2023年6月 | 包括工商银行、农业银行、建设银行、中国银行在内的多家国有银行再度下调存款挂牌利率。其中, 活期存款利率下调5个基点, 2年期定期存款利率下调10个基点, 3年期定期存款利率、5年期定期存款利率下调15个基点。 |
| 2023年9月 | 6家国有行和多家股份制银行下调存款利率, 幅度在10-25BP不等。 |
| 2023年12月 | 工行、农行、中行、建行等再度下调存款挂牌利率。 |

来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 一季度, 26个省市公告地方债新券或达万亿



来源: 中债登、国金证券研究所

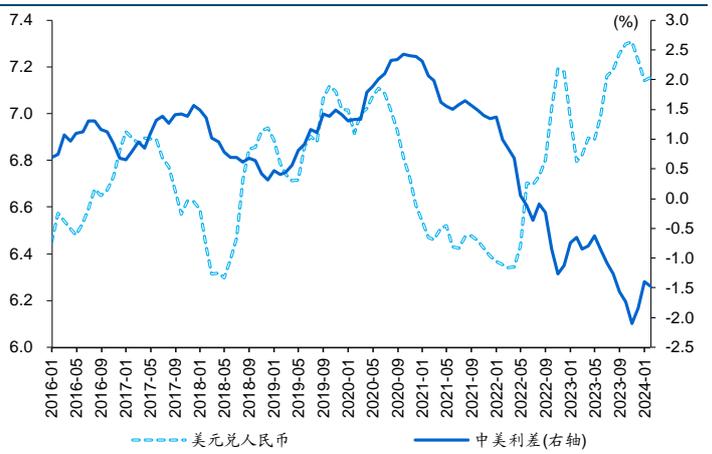
货币政策“精准有力”下, 降息等总量政策再加力的概率或相对较低。当前政策对稳汇率的关注度依然较高, 四季度货政例会延续强调“坚决对顺周期行为予以纠偏”、“坚决防范汇率超调风险”等; 银行间流动性水平也处于平稳宽松阶段, 降息等总量再度宽松的必要性或相对较低(详情参见《结构支持“高质量发展”》)。

图表7: 政策对稳汇率关注度依然较高

| 货币政策委员会例会主要内容对比 | |
|---|--|
| 2023Q4 | 2023Q3 |
| 深化汇率市场化改革, 引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念, 综合施策、校正背离、稳定预期, 坚决对顺周期行为予以纠偏, 坚决防范汇率超调风险, 防止形成单边一致性预期并自我强化, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 | 深化汇率市场化改革, 引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念, 综合施策、校正背离、稳定预期, 坚决对单边、顺周期行为予以纠偏, 坚决防范汇率超调风险, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 |

来源: 中国人民银行、国金证券研究所

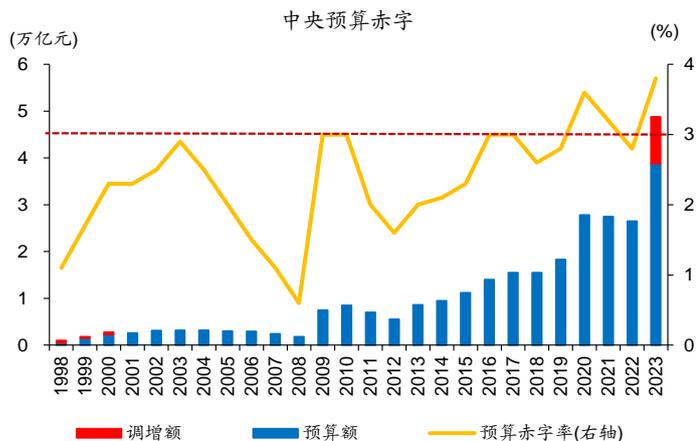
图表8: 美元兑人民币仍处于高位



来源: 中债登、国金证券研究所

货币先行、财政加力在路上, 关注稳增长“三级火箭”的落地情况等。资金“前置”带来的投资增长与实际落地间或存在“错位”, 对需求支撑或逐步显现。自2023年10月起, 稳增长相关措施正有序推进, 依次包括万亿国债项目落地、地产“三大工程”加速布局、重大项目积极部署等。伴随稳增长项目落地实施等, 12月建筑业活动预期指数已扩张至65.7%, 近期高频指标也有体现, 例如, 沥青开工率节后回升等。

图表9：2023年10月，新增万亿国债



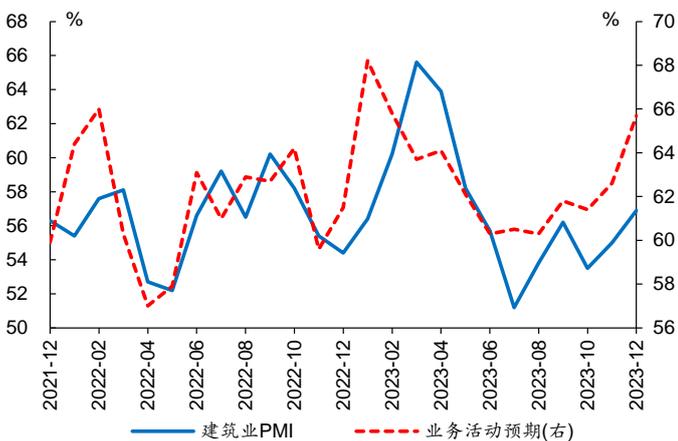
图表10：“三大工程”示意图



来源：Wind、国金证券研究所

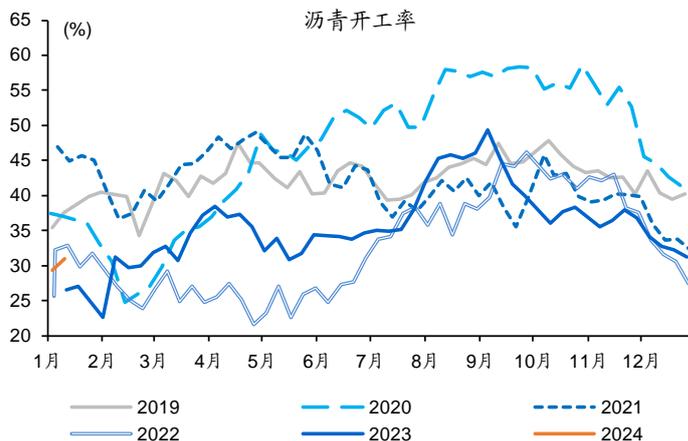
来源：政府网站、国金证券研究所

图表11：12月，建筑业活动预期指数升至高景气区间



来源：Wind、国金证券研究所

图表12：部分高频指标已有回暖信号



来源：Wind、国金证券研究所

重申观点：总量宽松落地、基本面利空累积等，或使得债市“潜在”风险累积。岁末年初，债市收益率强势下行，当前已与资金利率走势相背，对基本面数据也有所“钝化”，潜在风险或在累积。短期来看，降准落地后警惕止盈情绪发酵造成的债市调整；中期来看，稳增长“三级火箭”逐步落地过程中的经济修复，使得债市利空因素已在累积（详情参见《债市，又到十字路口》）。

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 电话：021-60753903 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-83831378 |
| 传真：021-61038200 | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 | 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 |
| 紫竹国际大厦 7 楼 | | 嘉里建设广场 T3-2402 |