

政策组合拳的回归 ——央行降准与下调支农支小再贷款、再贴现利率点评

点石成金

郁泓佳
期货投资咨询号 Z0017641

朱赫
期货投资咨询号 Z0016176

【事件】

中国人民银行行长潘功胜 1 月 24 日在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，向市场提供流动性 1 万亿元。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，从 2% 下调到 1.75%，并持续推动社会综合融资成本稳中有降。

【点评】

1. 货币政策：政策组合拳回归，货币宽松力度加大

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），本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 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。去年底以来，在发达市场通胀水平回落的背景下，美欧央行开始释放从加息周期向降息范式转换的信号，自那时起，人民币的贬值压力开始逐步缓和，这有利于国内政策空间的打开。11-12 月份相对弱势的国内私人部门信贷和继续疲弱的通胀数据，也表明宽松政策回归的内在必要性提升。本次降准和针对支农支小再贷款的降息，表明政策回归到中央经济工作会议中总量政策仍然偏积极的通道之中。潘功胜行长强调，2024 年将保持流动性合理充裕，他同时强调，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，中美货币政策周期差处于收敛，这样一种外部环境变化，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。这表明宽松政策回归的必要性和充分性同时具备。另外，2023 年国内 3 月份和 9 月份的降准幅度都在 25bp，且 2023 年下半年为了维持汇率的稳定，国内虽然定向宽松，但资金面整体维持在偏紧的状态中，此次降准再次回归到 50bp，表明中美货币政策周期的收敛带来了国内货币政策的自主性。

2. 股指：政策组合拳再度释放信号，A 股市场有望向筑底转换

近期市场一直对降准降息和财政政策组合拳的回归持续有所预期，其实从近期的消息面来看政策组合拳亦有再度释放信号的倾向。1 月 22 日国务院常务会议上听取资本市场运

行情况及工作考虑的汇报，强调要进一步健全完善资本市场基础制度，更加注重投融资动态平衡；加大中长期资金入市力度，增强市场内在稳定性。1月24日国务院新闻发布会上，国有资产监督管理委员会副主任介绍聚焦增强核心功能、提升核心竞争力，更好实现中央企业高质量发展有关情况时提到要强化投资者回报，并进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核。随后在1月24日下午的国新办新闻发布会上，央行行长宣布降准降息。随着政策组合拳再度释放信号，A股市场或有望在前期恐慌情绪释放后向筑底回升逐步转换。

从近期市场表现上来看，元旦后经历了一定的恐慌情绪的释放，随后小盘因子交易拥挤和流动性的下降亦推升了风险情绪的传导。期指方面，部分场外衍生品在面临敲入的过程中，交易平台需要减少多头对冲持仓进而对基差带来了一些影响，各品种基差出现较明显的走弱，IC和IM合约各期限合约贴水年率出现了较明显的走扩。股指期权、ETF期权波动率方面，受恐慌情绪的影响市场隐含波动率亦一度快速上升至高于相应标的历史波动率的水平。

随着降准降息信号的释放，政策组合拳或有望接续回归，股弱债偏强的基础格局或将迎来边际变化。市场风格和结构方面，中特估和红利板块或有望在政策组合拳的逐步释放下迎来正反馈；中证500指数和中证1000指数有望在市场企稳后迎来超跌反弹，整体弹性或要高于沪深300和上证50等偏大盘的宽基指数。

3 国债：政策友好时段，牛市底色尚不变

本次降准大约释放中长期资金1万亿元，能够有效补充市场流动性，降低银行负债成本，有利于银行引导社会整体融资成本的下行。开年以来，国债利率持续下行，不仅是对高频经济数据的定价，也是对宽货币政策的预期。本次调降存款准备金是对宽货币政策思路的再确认，当下仍然处于政策友好时间段。今年政策选择大概率是财政唱戏，货币搭台的基本思路。货币政策不仅从总量层面会有持续发力，类财政的属性也会更加突出，保证资金直达实体，防止资金空转和套利现象出现。后续，对于降息政策仍然可以期待，对于时间节奏的把握可参考全球央行降息周期启动的节点。对于国债市场，中期牛市底色保持不变。短期来看，需要注意风险偏好的回升对市场带来的冲击。

4. 大类资产：组合拳回归，矫正“资产价格回落-信用收缩”螺旋

从去年 11 月份后，美联储引导市场定价 2024 年降息后，全球权益市场也开始定价这种美债利率回落下的流动性红利。进入到 1 月份之后，虽然美欧央行开始矫正市场跑在前面的定价，但是整体的流动性红利受到的扰动较小，全球权益市场受到的提振仍有一定的惯性延续。对于国内市场而言，这种美债流动性的红利向国内传导并不通畅。国内在信用收缩延续的背景下，呈现出显著的股熊债牛的格局。之所以有明显的信用收缩，源于跨年之际，虽然资金利率有一定的回落，但是仍待资金利率进一步下行，地产金融收缩的惯性仍然存在，私人部门融资需求仍然弱势。因此仍待政策的回归。1 月中上旬降准降息预期的落空，进一步施加了信用收缩的压力，资产价格上股弱债强的格局延续，国内的增长和通胀因子继续向下，大宗商品方面弱现实背景下商品指数震荡向下为主。

此次下调支农支小再贷款、再贴现利率，同时降低存款准备金利率 0.5%，表明政策组合拳的回归。四季度以来持续通缩的基本面数据得到了政策的反馈，同时主动投放流动性，亦对于持续回落的资产价格带来支撑，对于短期“资产价格回落——信用收缩”的螺旋带来矫正。短期来看，对于金融品整体的估值带来提振作用，鉴于此前市场在对于增长相对悲观的状态下债市交易较为拥挤，因此提振作用对于股市意义更为明显，叠加近期政策对于稳定资本市场的相关表态，股指有望在持续释放风险后向低位的宽幅震荡转换。对于大宗商品而言，考虑到近期美国在财政和货币偏积极状态下基本面数据韧性较强，中美相对协同的政策基调对于大宗商品估值修复带来一定的利好。中期来看，从货币政策传导到宽信用的实质改善亦需要时间，关注后续财政政策的落地情况。

免责声明

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为国投安信期货有限公司,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。