

2024-01-24  
投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

固定收益组 张菁  
从业资格号 F3022617  
投资咨询号 Z0013604

固定收益组 于浩淼  
从业资格号 F03093894  
投资咨询号 Z0020033

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

**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；将于1月25日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。

### 逻辑：

1、第一，降准扩大中长期流动性投放范围，应对2023年四季度以来的流动性分层现象。自2023年9月以来，人民银行一直通过如MLF、PSL等工具投放流动性，同期人民银行扩表2.96万亿，其中对其他存款性金融机构债权扩张2.74万亿，具体工具中MLF余额扩张1.69万亿、PSL余额扩张3500亿、结构性货币政策工具可能贡献了其他的7000亿。在人民银行大幅投放流动性之际，境内资金面体现出以下两个特征：其一是存单利率曲线平坦化特征明显，截至2024年1月13日，1Yr - 3M存单利差仅5bp，为2021年以来偏低位置；其二是R007 - DR007中枢由2023年前三季度的10bp以内抬升至近期的30bp附近。背后是中小银行的负债压力明显，狭义流动性向下传导效率偏低，核心是诸如MLF、PSL等工具无法有效补充中小银行的低成本负债。降准这一工具对存款类金融机构一视同仁，可有效向中小银行投放零成本长期限负债，有效缓解2023年四季度以来的流动性分层现象。

2、第二，降准缓解银行信贷投放的流动性约束，为开年信贷投放和政府债券发行营造合理充裕的流动性环境。同样在发布会上，潘功胜行长表示“从国际比较看，我国政府尤其是中央政府整体债务规模不高。货币政策在保持流动性合理充裕，支持政府债券大规模集中发行，支持项目集中建设方面有充足空间”；副行长宣昌能表示，预计今年一季度仍会保持较快的信贷投放增长，人民银行将引导金融机构把握好信贷投放节奏，全年信贷投放节奏将会更加均衡”。

3、第三，下调支农支小再贷款、再贴现利率，结合降准、降低存款利率等操作，有利于推动LPR下行，但似乎需要存款利率进一步下调来创造LPR下行空间。潘功胜行长表示“在利率方面，货币政策的操作坚持以我为主。当前物价水平与价格预期目标相比仍有距离，前期国内银行已经适度下调存款利率，明天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%，以及上述存款准备金率的调整，这些都将有助于推动作为信贷定价基准的贷款市场报价利率（LPR）下行”。但考虑到一次50bp降准仅能为商业银行一年节省成本约100亿，下调支农支小再贷款、再贴现利率为商业银行一年节省成本约40亿，两者合计约节省年利息成本约150亿，似乎不足以为LPR下调5bp创造足够空间。

4、第四，对债券市场来说，短期曲线出现牛陡概率偏高。一是降准缓解狭义资金面，短端下行的胜率和赔率均偏高；二是央行在MLF未调降情况下为LPR调降做出指引，暗示MLF调降概率偏低，也即不调降MLF依然可以调降LPR，宽信用取向远远大于宽货币，利空长端；三是同时潘功胜行长表示“我国宏观经济持续回升向好，宏观政策空间和回旋余地大，资本市场稳定健康发展具备坚实基础。人民银行将强化货币政策工具的逆周期和跨周期调节力度，着力稳市场、稳信心，巩固和增强经济回升向好态势，为包括资本市场在内的金融市场运行创造良好的货币金融环境”，凸显稳定股票市场的决心，前期流入债市的股市资金回流概率上升，资产再平衡不利于长端。

5、第五，对于汇率市场来说，人民币进一步贬值的空间已经有限，2024年人民币汇率将继续在合理均衡水平上保持基本稳定。央行行长潘功胜表示“汇率的短期影响因素是多元的，比如经济增长、货币政策、金融市场、地缘政治、风险事件等，中长期走势根本上取决于经济基本面。2024年，总的判断是，人民币汇率将继续在合理均衡水平上保持基本稳定。一是国内经济稳健运行。二是外部国际金融环境出现有利变化。三是人民币资产具有较好的投资和避险价值。四是汇率稳定的微观基础坚实。历史实践多次证明，人民银行、外汇局作为外汇市场监管者，有经验、有能力、有信心应对各种冲击和挑战，维护我国外汇市场稳定运行”。

**风险提示：**美联储货币政策偏鹰；中国稳增长政策超预期。

免责声明：除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权/或其他相关知识产权。未经授权，不得发送或复制本报告任何内容。中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。本报告并不构成中信期货给予的任何私人咨询建议。