

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话：86-10-81152672

相关研究

- 2024 年宏观策略：宜蛰伏待机，等否极泰来
- 宏观周报：顺势而为，小心博弈
- 2023 年 4 季度经济数据点评：目标实现，动能不强

- 2024 年 1 月 24 日，国新办举行新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜在发布会上表示，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。此外，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。
- **降准节奏符合预期，幅度边际扩大。**虽然 1 月 24 日中国央行行长以新闻发布会宣布降准的形式在过往不常见，但本次降准的幅度和节奏并没有偏离历史规律，两者均与 2018 年以来的中位数接近。亮点可能在于时隔两年之后再次将降准的步幅由 0.25% 提高到了 0.5%，显示了央行呵护流动性的决心。自 2023 年 8 月降息后，中国人民银行出于多因素考虑，对降息操作颇为谨慎，放过了 2023 年底的降息时机。若以降准作为降息的时间观察窗口，那么下一次降息可能在今年 3 月底或 4 月初。
- **降准公告之后股债怎么走？**答案是不一定。观察历史上降准之后股债的走势，可知：（1）股市和债市均没有统一的趋势；（2）特别是股市，无论是均值还是中位数，在未来二十个交易日波动很小，很难说在统计上显著；（3）相较股市，10 年期国债收益率均值有更加明显的下行趋势，20 个交易日内下行约 5 个 bp。
- 进一步考察历史上与本次降准有相似背景的降准情形，即经济动能放缓叠加物价疲弱，我们选取 2018 年 6 月和 2023 年 9 月的降准样本作为参照，可以看到，在所选样本时期内股市下行的趋势短期没有改变。债市的情况更加复杂，但若排除 2023 年 9 月中债受美债收益率大幅上行影响的干扰，债券收益率震荡下行的概率更大。
- **后市展望。**降准之后若没有其他政策配合，短期内市场趋势或难以扭转，市场将继续博弈救市措施；若后续有强力政策出台，则市场情绪有可能好转。从本次发布会的内容来看，后续会有一些经济托底政策。因此当前策略仍是顺势而为，同时关注政策动向和力度。
- **风险提示。**经济修复不及预期，海外扰动超预期。

1 降准节奏符合预期，幅度边际扩大

虽然 2024 年 1 月 24 日中国人民银行行长以新闻发布会宣布降准的形式在过往不算常见，但本次降准的幅度和节奏并没有偏离历史规律，两者均与 2018 年以来的中位数接近。亮点可能在于时隔两年之后再次将降准的步幅由 0.25% 提高到了 0.5%，显示了央行呵护流动性的决心。

降准提示降息。自 2023 年 8 月降息后，中国人民银行出于多因素考虑，对降息操作颇为谨慎，放过了 2023 年底的降息时机。若以降准作为降息的时间观察窗口，那么下一次降息可能在 3 月底或者 4 月初。

表 1：降准日期和幅度

| 降准日期 | 大型银行降准间隔天数 | 降准幅度 (%) |
|-------------------|------------|------------|
| 2018-04-25 | 785 | 1 |
| 2018-07-05 | 71 | 0.5 |
| 2018-10-15 | 102 | 1 |
| 2019-01-15 | 92 | 0.5 |
| 2019-01-25 | 10 | 0.5 |
| 2019-09-16 | 234 | 0.5 |
| 2020-01-06 | 112 | 0.5 |
| 2021-07-15 | 556 | 0.5 |
| 2021-12-15 | 153 | 0.5 |
| 2022-04-25 | 131 | 0.25 |
| 2022-12-05 | 224 | 0.25 |
| 2023-03-27 | 112 | 0.25 |
| 2023-09-15 | 172 | 0.25 |
| 2024-02-05 | 143 | 0.5 |
| 中位数 | 137 | 0.5 |
| 均值 | 207 | 0.5 |

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

表 2：降准与降息

| 降准公告日期 | | 降息日期 | 间隔天数 |
|------------|------|-------------------|------------|
| 2014-05-30 | | 2016-02-19 | 630 |
| 2019-09-04 | | 2019-11-05 | 62 |
| 2019-12-23 | | 2020-02-17 | 56 |
| 2020-03-31 | | 2020-04-15 | 15 |
| 2021-12-03 | | 2022-01-17 | 45 |
| 2022-04-13 | | 2022-08-15 | 124 |
| 2023-03-17 | | 2023-06-15 | 90 |
| 2023-03-17 | | 2023-08-15 | 151 |
| 2023-09-14 | | | |
| 2024-01-24 | 加62天 | 2024-03-26 | |
| | 加78天 | 2024-04-10 | |
| | | 中位数 | 62 |
| | | 2019年以来均值 | 78 |

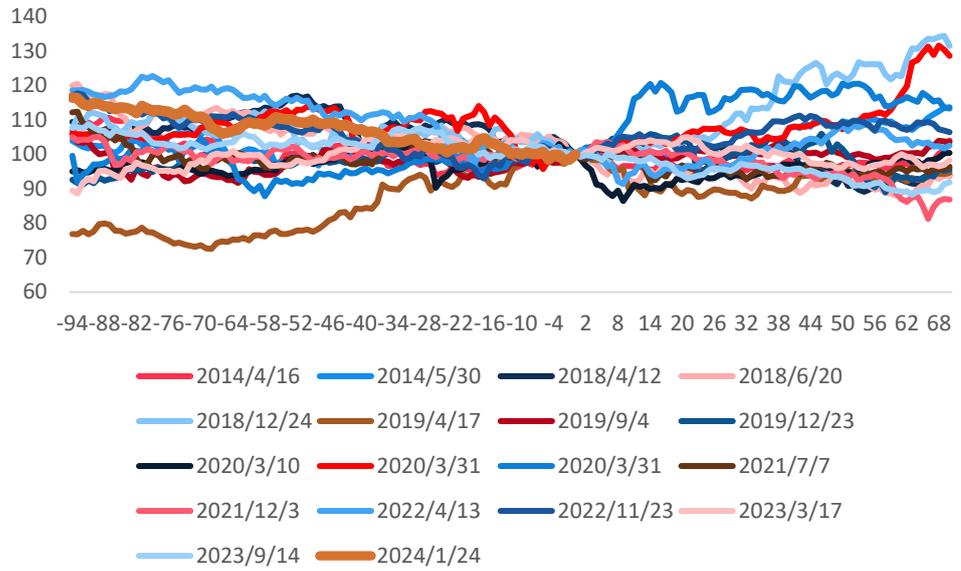
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 股债怎么走？

降准公告之后股债怎么走？答案是不一定。观察历史上降准之后股债的走势，可知：

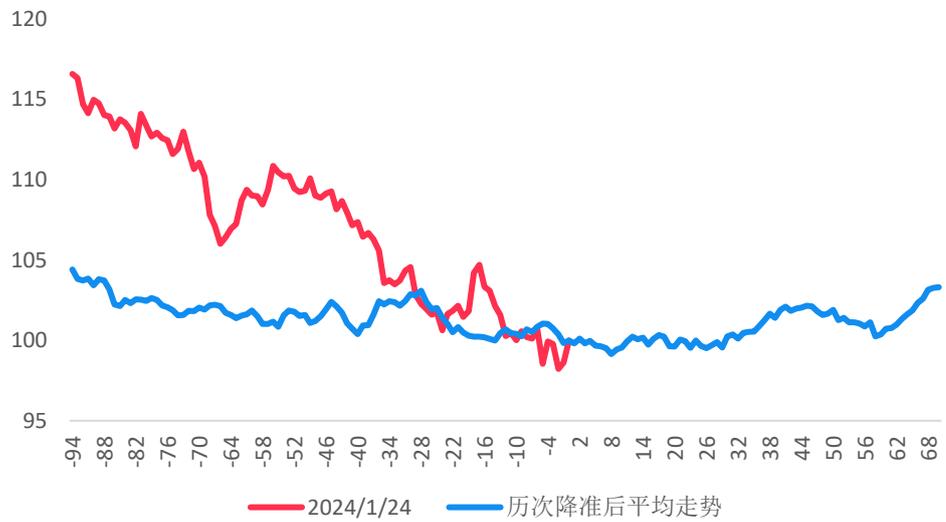
- (1) 股市和债市均没有非常明显的趋势；
- (2) 特别是股市，无论是均值还是中位数，在未来二十个交易日内波动很小，很难说在统计上显著；
- (3) 相较于股市，10年期国债收益率均值有更加明显的下行趋势，20个交易日内下行约5个bp。

图 1：降准公告日期前后沪深 300 走势 (%)



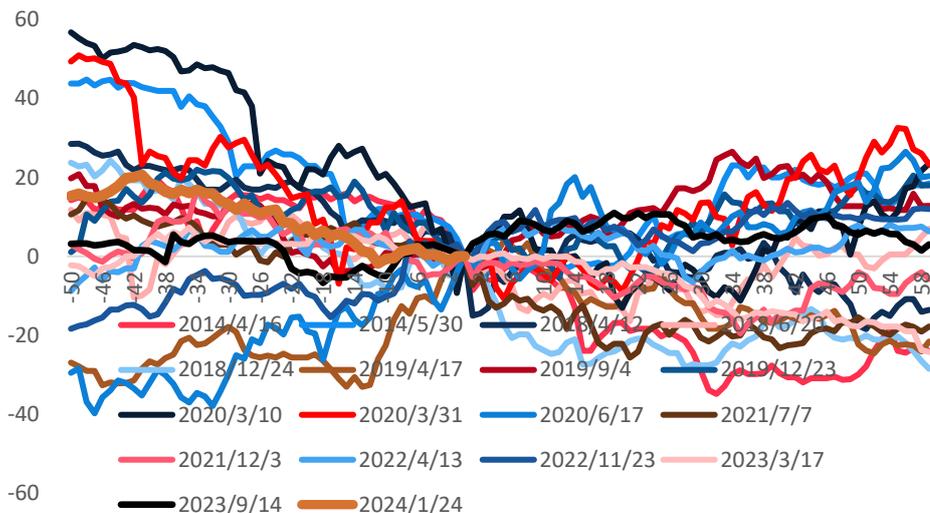
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 2：降准公告日期前后沪深 300 走势 (%)



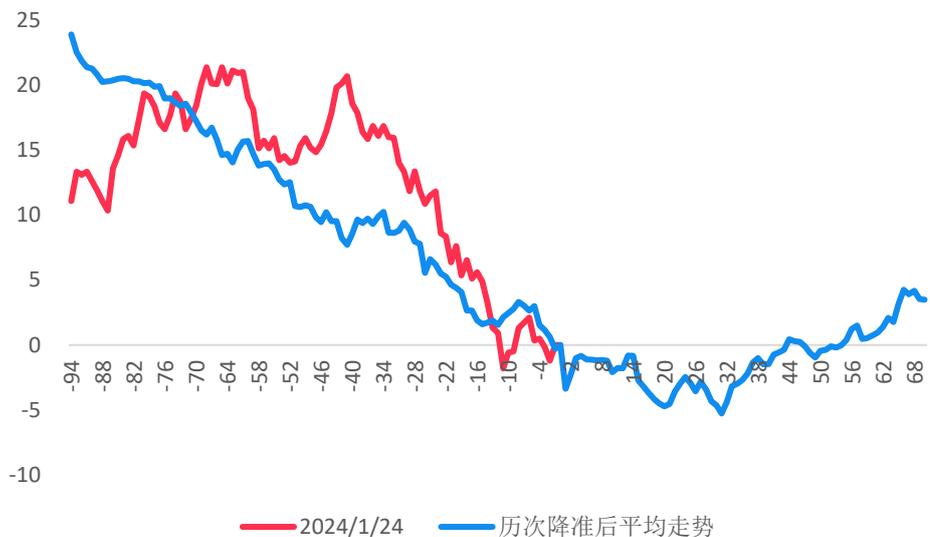
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 3：降准公告日期前后中债 10 年期国债走势 (bp)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 4：降准公告日期前后中债 10 年期国债走势 (bp)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

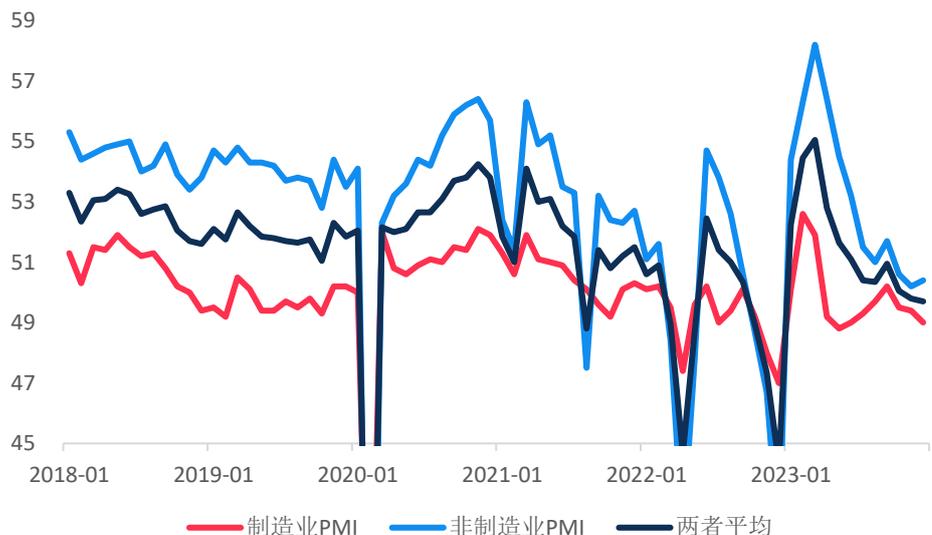
表 3：降准公告日期后股债走势

| 提及降准的日期 | 沪深300指数涨跌幅 (%) | | | | | 十年国债收益率涨跌幅 (BP) | | | |
|------------|----------------|--------|-------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|
| | T+0 | T+1 | T→T+5 | T→T+10 | T→T+20 | T+0 | T+1 | T→T+5 | T→T+20 |
| 2014/4/16 | 0.1% | -0.3% | -1.7% | -3.3% | -3.9% | -4.00 | -8.52 | -3.04 | -16.82 |
| 2014/5/30 | 0.1% | -0.3% | -1.0% | 1.6% | 0.4% | -4.45 | -5.00 | 0.00 | -1.02 |
| 2018/4/12 | -1.6% | 0.5% | 2.5% | 1.2% | 3.1% | -0.49 | -14.99 | -6.57 | 6.08 |
| 2018/6/20 | 0.4% | -1.2% | -4.8% | -7.5% | -5.6% | 4.51 | -3.01 | -5.25 | -13.46 |
| 2018/12/24 | 0.3% | -0.7% | -2.3% | 1.3% | 3.4% | 3.15 | -3.70 | -17.49 | -22.93 |
| 2019/4/17 | 0.0% | -0.4% | -1.4% | -9.9% | -11.5% | 0.01 | -3.49 | 4.05 | -12.21 |
| 2019/9/4 | 0.8% | 1.0% | 1.1% | 1.0% | -0.3% | -1.51 | -3.00 | 0.52 | 8.16 |
| 2019/12/23 | -1.2% | 0.7% | 2.9% | 4.9% | 3.7% | 2.87 | 1.52 | 4.76 | -1.43 |
| 2020/3/10 | 2.1% | -1.3% | -9.1% | -11.2% | -7.4% | 9.25 | -0.51 | 10.05 | -13.06 |
| 2020/3/31 | 0.3% | -0.3% | 2.6% | 3.0% | 4.9% | -2.43 | -3.49 | -10.75 | -8.90 |
| 2020/6/17 | 0.1% | 0.7% | 3.0% | 10.0% | 13.1% | 4.00 | -2.75 | -1.88 | 7.05 |
| 2021/7/7 | 1.1% | -1.0% | -1.1% | 0.1% | -3.1% | -3.00 | -7.24 | -11.98 | -22.16 |
| 2021/12/3 | 0.9% | -0.2% | 3.1% | 1.1% | 0.8% | 1.00 | -5.25 | -2.75 | -9.47 |
| 2022/4/13 | -1.0% | 1.3% | -1.7% | -5.9% | -4.4% | -0.74 | 0.25 | 6.99 | 5.85 |
| 2022/11/23 | 0.1% | -0.4% | 2.1% | 4.9% | 1.5% | -3.01 | -0.25 | 8.75 | 6.31 |
| 2023/3/17 | 0.5% | -0.5% | 1.7% | 2.3% | 4.8% | 0.50 | -0.98 | 0.74 | -1.70 |
| 2023/9/14 | -0.68% | -0.66% | 0.51% | -0.19% | -0.40% | -0.75 | 3.25 | 1.00 | 1.25 |
| 平均 | 0.2% | -0.2% | -0.2% | -0.4% | -0.1% | 0.29 | -3.36 | -1.34 | -5.20 |
| 中位数 | 0.1% | -0.3% | 0.5% | 1.1% | 0.4% | -0.49 | -3.01 | 0.00 | -1.70 |

资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

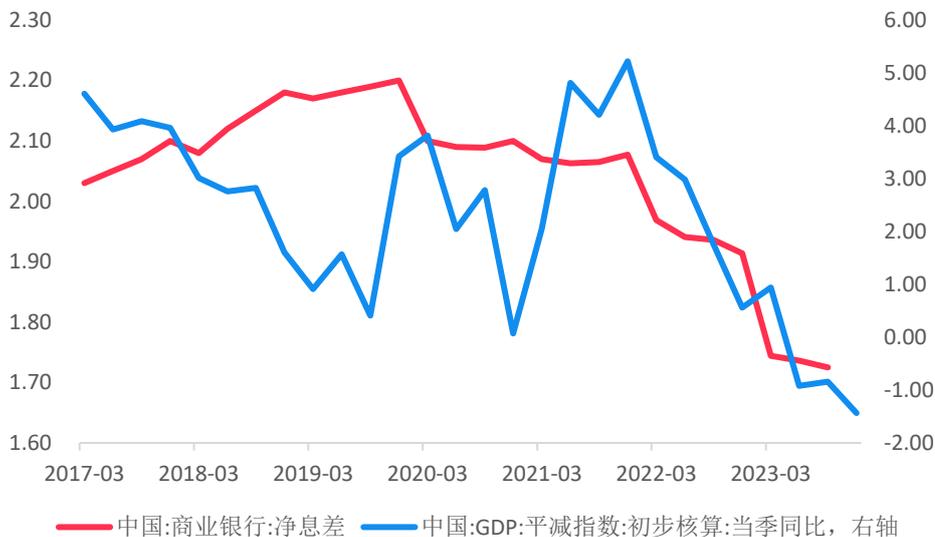
进一步考察历史上与本次降准有相似背景的降准情形，即经济动能放缓叠加物价疲弱，我们选取 2018 年 6 月和 2023 年 9 月的降准样本作为参照，可以看到，在所选样本时期内股市下行的趋势短期没有改变。债市的情况更加复杂，但若排除 2023 年 9 月中债受美债收益率上行影响的干扰，债券收益率短期内可能震荡下行的概率更大。

图 5：经济动能放缓 (%)



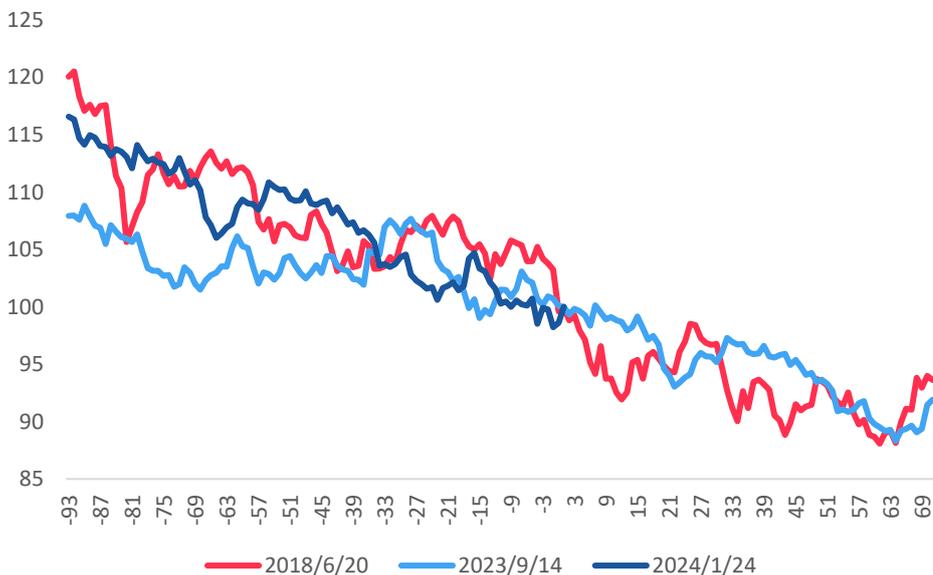
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 6：银行净息差降低和内需偏弱（%）



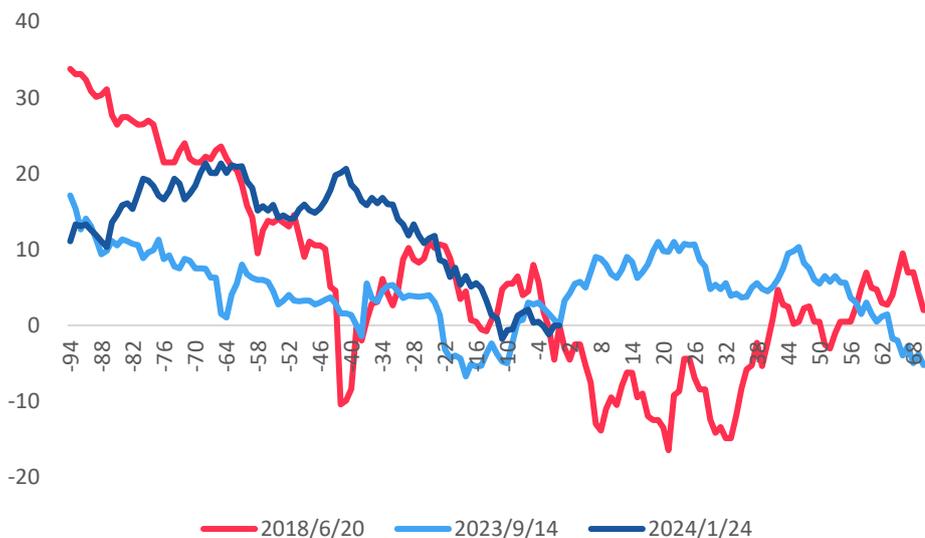
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 7：降准公告日期前后沪深 300 走势 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 8：降准公告日期前后中债 10 年期国债走势 (bp)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 后市展望

降准之后若没有其他政策配合，短期内经济趋势或将难以扭转，市场继续博弈官方救市措施；若后续有强力政策出台，则市场情绪有可能好转。因此当前策略仍是顺势而为，同时关注政策动向。

4 风险提示

经济修复不及预期，海外扰动超预期。

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

黄煜阳，研究助理，北京大学经济学硕士，2021年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|---------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 相对沪深300指数涨幅15%以上 |
| | 增持 | 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间 |
| | 减持 | 相对沪深300指数跌幅5%以上 |
| 行业投资评级 | 看好 | 行业超越整体市场表现 |
| | 中性 | 行业与整体市场表现基本持平 |
| | 看淡 | 行业弱于整体市场表现 |