

# 2024年2月降息点评

## 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

## 非对称降息：稳增长、稳地产、助化债

### 事件：

2月20日，1年期LPR持平于3.45%，5年期LPR下调25BP至3.95%。

### 5年期LPR超预期下调，进一步释放稳增长信号、缓解存量债务压力等

非对称降息，5年期LPR超预期下调25BP、1年期LPR未变。月中MLF利率未动的情况下，LPR时隔两年再度开启非对称下调，此前两次分别为2021年12月和2022年5月。其中，1年期LPR持平于3.45%，5年期LPR超预期下调25BP至3.95%、降幅为历史最高，此前下调幅度多在5BP至15BP之间。

5年期LPR超预期下调，进一步释放“稳增长”信号。实体需求修复平缓自去年以来已有体现、尤其是地产景气延续回落。年初高频数据也能体现，30大中城市开年前50天商品房销售面积1010万平方米、较此前4年均值减少4成以上。5年期LPR、作为中长贷定价的锚，下调或进一步降低购房贷款成本。

除释放部分领域“稳”信号外，长端LPR下调也有助于缓解存量债务压力、刺激需求等。根据LPR定价框架，存量贷款多会在1年内跟随LPR调整，缓解企业、城投平台等存量债务压力。相较存量贷款，LPR下调或直接带动基建、制造业等新增中长贷融资成本回落，例如，2022年以来，5年期LPR累计下调70BP，贷款加权利率随之回落超90BP。

### “稳增长三步走”进行时，债市潜在风险或在累积、股市市场情绪有望延续改善

“稳增长三步走”进行时，对于经济的支撑效果有望逐步显现。2023年四季度以来，稳增长措施有序推进，依次包括：“财政端”万亿国债项目落地，“准财政端”PSL放量、助力地产“三大工程”加速布局，“地方”加快重大项目积极部署等。伴随稳增长项目落地实施等，2024年经济将“先升后稳”、稳步修复。

债市或又到十字路口，潜在风险或在累积。短期来看，资金分层、非银资金利率下行空间有限下，机构杠杆行为依然突出、隔夜质押回购成交占比一度超90%，警惕市场情绪反复等。中期来看，“稳增长三步走”逐步落地过程中的经济修复，导致债市利空的因素也在累积（详情参见《债市，又到十字路口》、《从机构行为，看债市“隐忧”》）。

权益市场，市场估值水平处于历史低位，随着基本面筑底改善、“雪球”等风险相继释放等，市场情绪有望持续改善。中短期关注两条宏观逻辑链：1、“经济预期修复”相关逻辑链；2、“流动性冲击缓释”相关逻辑链（详情参见《2月展望，行至水穷处？》）。

### 风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

## 内容目录

1、非对称降息：稳增长、稳地产、助化债.....	3
风险提示.....	5

## 图表目录

图表 1： 2019 年以来，LPR 的历次调整梳理.....	3
图表 2： 年初以来，30 大中城市商品房成交仍处低位.....	3
图表 3： 5 年期 LPR 下调或带动住房贷款回落.....	3
图表 4： 特殊再融资化债持续推进中.....	4
图表 5： 特殊再融资利率延续回落.....	4
图表 6： 2023 年 10 月，新增万亿国债.....	4
图表 7： “三大工程”示意图.....	4
图表 8： 非银资金利率下行空间或有限.....	5
图表 9： 滚隔夜“加杠杆”现象依然突出.....	5
图表 10： 当前私募仓位处于较低位置.....	5
图表 11： 春节后，A 股市场热度或有季节性回升.....	5

## 1、非对称降息：稳增长、稳地产、助化债

非对称降息，5年期LPR超预期下调25BP、1年期LPR未变。月中MLF利率未动的情况下，LPR时隔两年再度开启非对称下调，此前两次分别为2021年12月和2022年5月。其中，1年期LPR持平于3.45%，5年期LPR超预期下调25BP至3.95%、降幅为历史最高，此前下调幅度多在5BP至15BP之间。

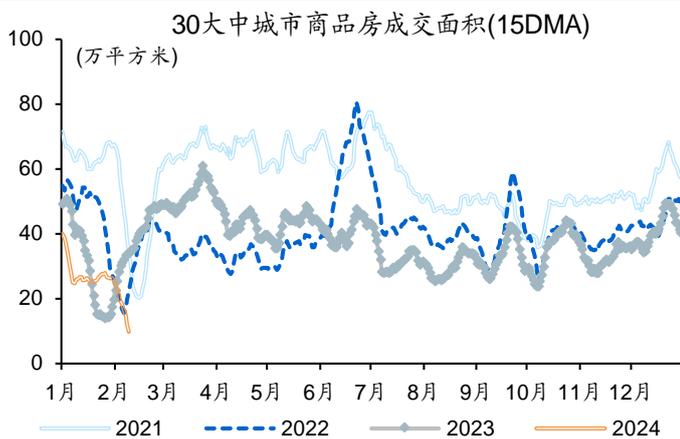
图表1：2019年以来，LPR的历次调整梳理

	下调时点				变化幅度			
	7天逆回购	1年期MLF	1年期LPR	5年期LPR	7天逆回购	1年期MLF	1年期LPR	5年期LPR
2019	2019-11-18	2019-11-05	2019-11	2019-11	-5	-5	-5	-5
2020	2020-02-03	2020-02-17	2020-02	2020-02	-10	-10	-10	-5
	2020-03-30	2020-04-15	2020-04	2020-04	-20	-20	-20	-10
2021	/	/	2021-12	/	/	/	-5	/
2022	2022-01-17	2022-01-17	2022-01	2022-01	-10	-10	-10	-5
	/	/	/	2022-05	/	/	/	-15
	2022-08-15	2022-08-15	2022-08	2022-08	-10	-10	-5	-15
2023	2023-06-13	2023-06-15	2023-06	2023-06	-10	-10	-10	-10
	2023-08-15	2023-08-15	2023-08	2023-08	-10	-15	-10	/
2024	/	/	/	2024-02	/	/	/	-25

来源：Wind、国金证券研究所

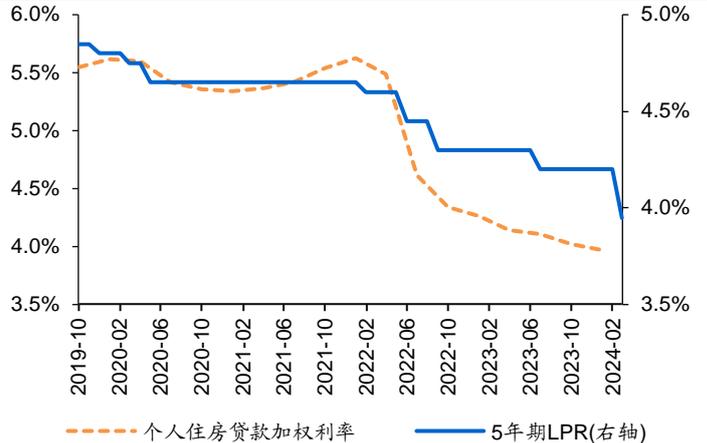
5年期LPR超预期下调，进一步释放“稳增长”信号。实体需求修复平缓自去年以来已有体现、尤其是地产景气延续回落。年初高频数据也能体现，30大中城市开年前50天商品房销售面积1010万平方米、较此前4年均值减少4成以上。5年期LPR、作为中长贷定价的锚，下调或进一步降低购房贷款成本。

图表2：年初以来，30大中城市商品房成交仍处低位



来源：Wind、国金证券研究所

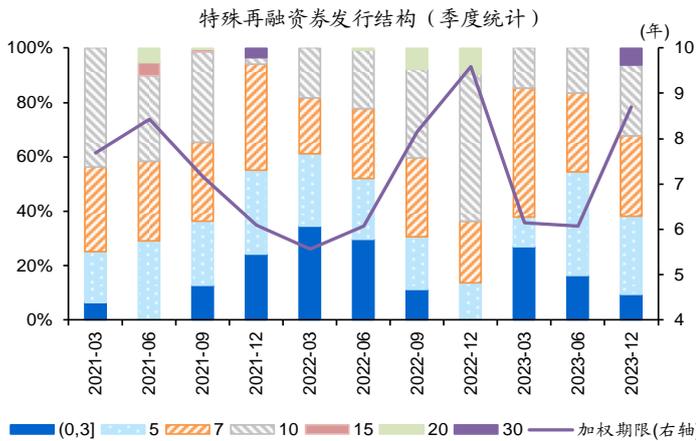
图表3：5年期LPR下调或带动住房贷款回落



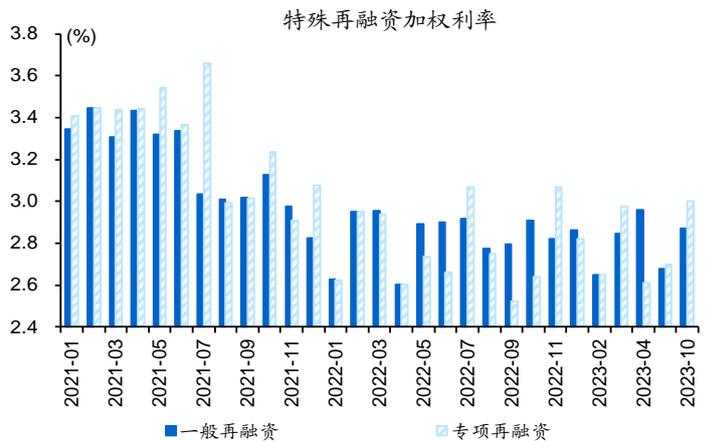
来源：Wind、国金证券研究所

除释放部分领域“稳”信号外，长端LPR下调也有助于缓解存量债务压力、刺激需求等。根据LPR定价框架，存量贷款多会在1年内跟随LPR调整，缓解企业、城投平台等存量债务压力。相较存量贷款，LPR下调或直接带动基建、制造业等新增中长贷融资成本回落，例如，2022年以来，5年期LPR累计下调70BP，贷款加权利率随之回落超90BP（详情参见《特殊再融资，旧壶装新酒？》）。

图表4：特殊再融资化债持续推进中



图表5：特殊再融资利率延续回落

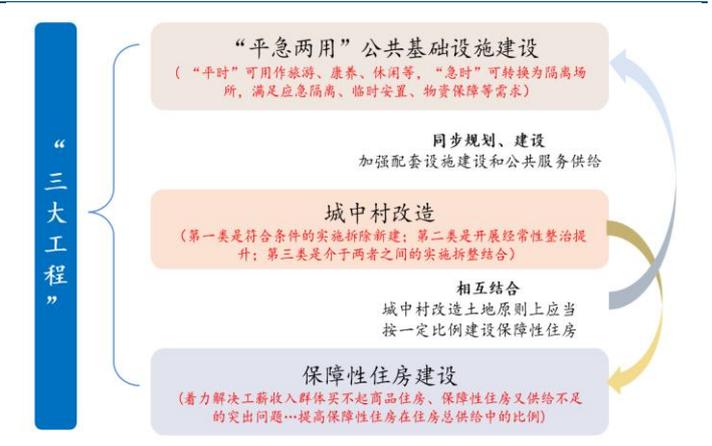


“稳增长三步走”进行时，对于经济的支撑效果有望逐步显现。2023年四季度以来，稳增长措施有序推进，依次包括：“财政端”万亿国债项目落地，“准财政端”PSL放量、助力地产“三大工程”加速布局，“地方”加快重大项目积极部署等。伴随稳增长项目落地实施等，2024年经济将“先升后稳”、稳步修复。

图表6：2023年10月，新增万亿国债

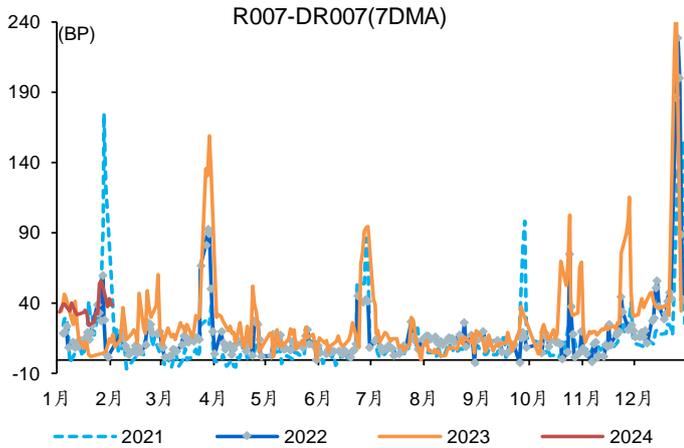


图表7：“三大工程”示意图



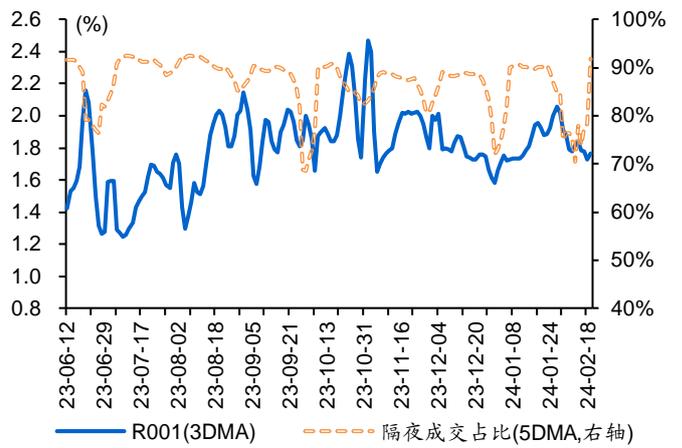
债市或又到十字路口，潜在风险或在累积。短期来看，资金分层、非银资金利率下行空间有限下，机构杠杆行为依然突出、隔夜质押回购成交占比一度超90%，警惕市场情绪反复等。中期来看，“稳增长三步走”逐步落地过程中的经济修复，导致债市利空的因素也在累积（详情参见《债市，又到十字路口》、《从机构行为，看债市“隐忧”》）。

图表8: 非银资金利率下行空间或有限



来源: Wind、国金证券研究所

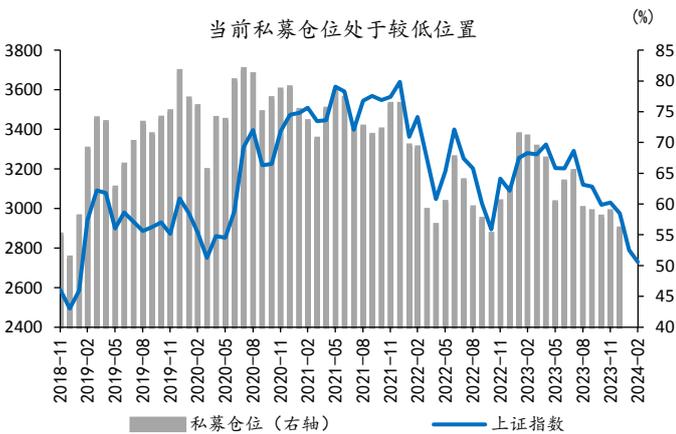
图表9: 滚隔夜“加杠杆”现象依然突出



来源: Wind、国金证券研究所

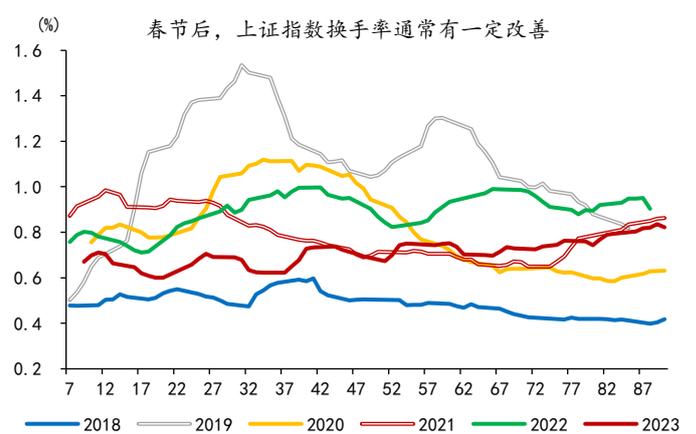
权益市场, 市场估值水平均处于历史低位, 随着基本面筑底改善、“雪球”等风险相继释放等, 市场情绪有望持续改善。中短期关注两条宏观逻辑链: 1、“经济预期修复”相关逻辑链; 2、“流动性冲击缓释”相关逻辑链(详情参见《2月展望, 行至水穷处?》)。

图表10: 当前私募仓位处于较低位置



来源: 华润信托, 国金证券研究所

图表11: 春节后, A股市场热度或有季节性回升



来源: 华润信托, 国金证券研究所

## 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