

相关研究

《经济稳，股市进——中央经济工作会议解读》2023.12.13

《中高端制造强于低端：科创的力量——中国经济的几个背离思考4》2023.07.23

《高风险资产更优——23年中期大类资产配置展望》2023.07.11

货币宽松“再发力”，股债有望更积极 ——对央行降准的理解

投资要点：

- 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，向市场提供长期流动性1万亿元。同时，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。
- 我们认为，这轮央行降准、降再贷款利率，意味着货币稳健宽松的延续，央行发力稳增长。
- 市场方面，本次降准利好资金面和短债表现，债市收益率曲线有望迎来修复。随着政策持续发力，A股有望迎来积极变化。结构上，阶段性关注大金融，中期重视白马成长。
- 风险提示：国内稳增长政策不及预期，海外需求下降。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zzx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

分析师:应稼娴

Tel:(021)23185645

Email:yjx12725@haitong.com

证书:S0850521080001

分析师:孙丽萍

Tel:(021)23185648

Email:slp13219@haitong.com

证书:S0850522080001

分析师:王正鹤

Tel:(021)23185660

Email:wzh13978@haitong.com

证书:S0850523060001

目 录

1. 宽货币再发力	4
2. 债市曲线有望修复	4
3. A股行情迎来积极变化	5

图目录

图 1 DR007 与 7 天逆回购利率 (%)	4
图 2 A 股风险溢价率	6
图 3 A 股股债收益比	6
图 4 当前银行和券商估值已处在历史底部.....	6
图 5 白马成长板块在 A 股盈利上行期表现较好.....	6
图 6 24 年电子盈利增速改善或更明显	6
图 7 23/24 年医药盈利有望向上.....	6

表目录

表 1 央行宣布降准后的债市利率变动 (更新至 2024/1/24)	5
--	---

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，向市场提供长期流动性 1 万亿元。同时，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。

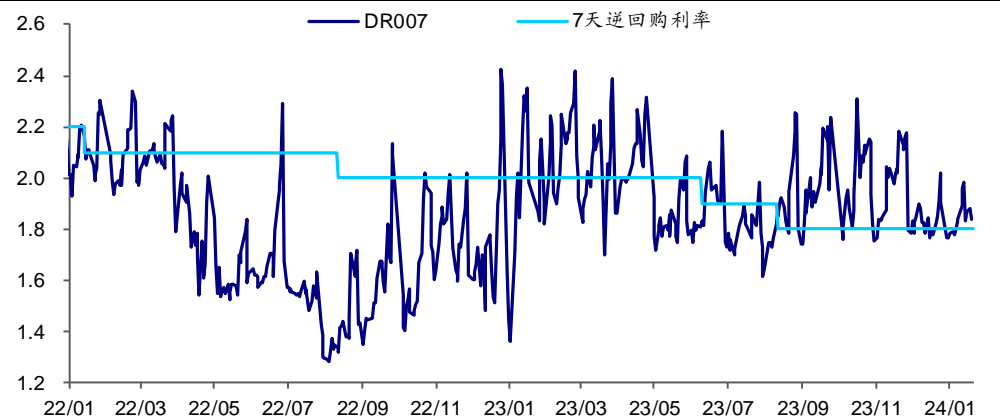
我们认为，这轮央行降准、降再贷款利率，意味着货币稳健宽松的延续，央行发力稳增长。

1. 宽货币再发力

央行降准有助于呵护货币流动性。去年 9 月以来，我国银行间市场流动性相对偏紧，体现为 DR007 利率持续在 7 天逆回购利率上方波动。一方面，特殊再融资债、万亿国债集中发行，吸收市场流动性，对资金面形成短期扰动。另一方面，央行的公开市场投放也没有明显放量。因此资金利率持续在偏高位波动。

本轮央行 50bp 的降准（2022 年 4 月以来 4 轮降准均为 25bp），大约释放流动性 1 万亿元，可以有效弥补流动性缺口，呵护流动性合理充裕。同时，春节即将来临，居民企业集中取现容易增加流动性缺口，本轮降准也有助于提前平滑资金面波动。我们预计，接下来银行间资金利率有望回落到逆回购政策利率附近或者更低，资金面趋于宽松。

图1 DR007 与 7 天逆回购利率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

再贷款利率下调，意在定向宽信用。在全面降准同时，央行时隔 2 年重新下调了支农支小再贷款、再贴现利率 25bp，上一轮调整是在 2021 年 12 月。下调再贷款利率，有助于降低中小银行的资金成本，进而降低“三农”以及中小微企业的融资成本，提振实体部门需求，体现了货币政策继续发挥“定向”、“精准滴灌”的作用。

2. 债市曲线有望修复

本次降准利好资金面和短债表现，债市收益率曲线有望迎来修复。回顾 2014 年以来的债市行情表现，在央行宣布降准后的次日、次五日 1Y 国债利率平均下行 3.5BP/3.8BP，10Y 国债利率平均下行 0.6BP/0.5BP。此次 50BP 的降准能够释放流动性约 1 万亿元，或将有效缓和节前资金面压力，叠加此前债市曲线偏平坦（截至 1/23，10Y-1Y 国债期限利差仅 42BP，位于近三年 6% 分位数水平），我们认为短债有望迎来修复行情。长债方面，本周 10Y 国债利率基本持平在 2.5% 的关键点位，我们认为前期已隐含了对于降息降准的预期定价，此次降准“靴子落地”后长债有调整压力，但结合

债市情绪持续改善、开年配置力量较强来看调整空间或有限。此外，1月24日举办的国务院新闻发布会提及“着力支持房地产企业特别是头部房企的融资渠道稳定...出台完善经营性物业贷款的有关政策，支持优质房企盘活存量资产...”“当前政府债券发行成本低...货币政策在保持流动性合理充裕、保障政府债券大规模集中发行、支持投资项目建设方面有充分条件”，关注后续对于房地产政策、政府债供给和资金面情况对债市扰动。

表 1 央行宣布降准后的债市利率变动（更新至 2024/1/24）

央行宣布降准时间 (基准日)	1Y国债利率变动 (BP)			10Y国债利率变动 (BP)			1Y国开债利率变动 (BP)			10Y国开债利率变动 (BP)			中证转债指数涨跌幅 (%)		
	当日	次日	次5日	当日	次日	次5日	当日	次日	次5日	当日	次日	次5日	当日	次日	次5日
2014/4/22	-2.7	0.2	0.2	0.0	3.0	2.1	0.0	6.9	10.4	-1.0	1.0	0.0	0.2	0.1	-0.9
2014/6/9	-2.0	-2.5	15.6	1.0	-1.0	-0.7	3.7	-4.0	-4.2	4.0	-5.2	-8.5	0.3	0.7	2.3
2017/9/30	0.8	1.7	2.2	0.0	3.4	6.0	0.7	1.4	-4.9	-0.5	3.5	7.0	-	-	-
2018/4/17	-1.0	-24.9	-14.6	-0.5	-15.0	-6.6	1.2	-17.2	-3.2	-1.5	-22.5	-18.5	-0.3	1.0	0.6
2018/6/24	-	0.2	-11.9	-	2.0	-8.5	-	-3.2	-22.8	-	1.8	-4.5	-	0.1	0.5
2018/10/7	-	-0.8	-7.5	-	0.5	-2.7	-	-6.7	-14.9	-	-1.7	-4.7	-	-	-
2019/1/4	-4.9	-5.0	-4.6	1.0	-0.1	-4.6	-5.0	0.0	14.1	0.3	-1.3	5.0	1.1	1.0	2.5
2019/5/6	-1.1	-0.3	0.5	-3.0	0.0	-8.4	-4.8	3.3	-2.3	-3.7	-1.0	-5.7	-	0.5	1.8
2019/9/6	-0.3	2.0	-1.4	0.0	0.8	7.5	0.1	0.0	-5.1	0.1	0.2	10.2	0.5	0.7	-0.1
2020/1/1	-	5.3	-6.3	-	1.2	-0.3	-	3.0	-7.0	-	1.7	0.0	-	1.1	1.0
2020/3/13	0.7	-2.8	-5.5	3.8	0.0	0.6	4.0	-1.8	-6.0	2.5	-2.0	-1.0	-0.6	-1.6	-0.9
2020/4/3	0.0	-31.0	-39.1	1.1	-8.5	-3.1	2.5	-35.3	-38.4	0.8	-6.5	-9.0	-0.4	1.1	-0.6
2021/7/9	2.5	-3.0	-7.5	2.7	-6.7	-6.7	1.6	-2.6	-5.6	2.5	-7.0	-7.2	0.5	0.7	1.4
2021/12/6	-1.0	0.6	5.6	-5.2	2.7	3.8	-0.8	-0.2	2.3	-5.5	1.2	2.3	-0.9	-1.4	0.7
2022/4/15	-3.5	2.3	-3.8	-0.8	5.3	8.3	-4.4	2.3	-5.1	-0.6	5.2	8.8	-0.1	0.2	-1.2
2022/11/25	1.0	0.1	8.7	3.5	3.0	3.8	3.0	4.0	4.9	3.4	2.7	6.0	0.2	-0.4	1.5
2023/3/17	0.0	-1.5	4.4	0.5	-1.0	0.7	-2.5	-3.0	-3.8	0.1	-2.0	0.5	0.2	0.0	0.8
2024/1/24	-1.5	-	-	0.0	-	-	0.2	-	-	0.5	-	-	0.0	-	-
平均值	-0.8	-3.5	-3.8	0.3	-0.6	-0.5	0.0	-3.1	-5.4	0.1	-1.9	-1.1	0.1	0.2	0.6

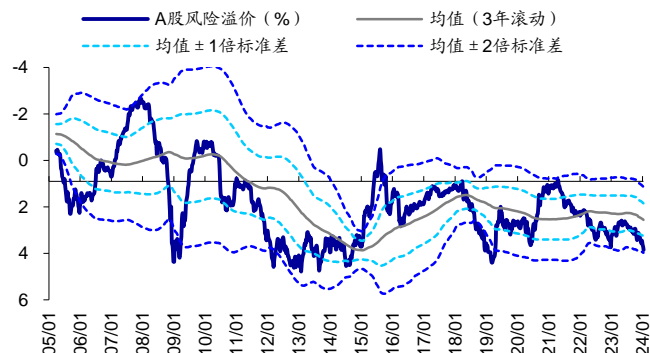
资料来源：WIND，海通证券研究所整理

3. A 股行情迎来积极变化

降准或意味着政策发力，有利于催化行情启动。开年以来的下跌使得投资者情绪变得谨慎，但是理性来看，本轮调整时空已显著，沪深 300 从 21 年初下跌至今已持续 35 个月，最大跌幅达 46%；从估值来看，A 股估值已处历史底部，全部 A 股 PE、PB 滚动三年分位数均已降至 0% 附近；从大类资产比价指标看，A 股风险溢价率为 3.82%、接近 05 年以来均值+2 倍标准差（3 年滚动）。历史上大盘走出底部需要一定时间，形态表现为先磨底后抬升，资金面或基本面改善是市场走出底部的必要条件。1月24日，央行行长潘功胜表示，将于 2月5日降准 0.5 个百分点，向市场提供流动性 1 万亿元，并自 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。我们认为本次全面降准和结构性降息意味着政策仍在持续发力中，A 股行情有望迎来积极变化。

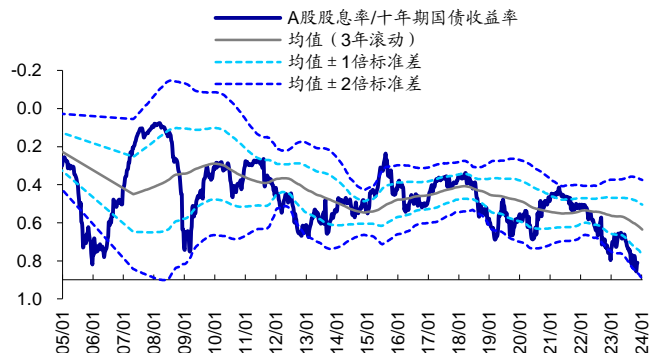
结构上，阶段性关注大金融，中期重视白马成长。今年以来市场对宏观环境的预期走弱使得大金融板块的估值承压，1月22日国常会提出，更加注重投融资动态平衡，大力提升上市公司质量和投资价值，加大中长期资金入市力度，增强市场内在稳定性；1月23日证监会强调，全力维护资本市场稳定运行。我们认为，目前估值和基金配置比例较低的银行和券商有望受益。中期白马成长或将占优，具体重视两方面：一方面，以电子为代表的硬科技制造。习总书记强调要加快形成新质生产力，我们认为要重视以下三个领域：一是半导体周期回升背景下的电子；二是或受益于财政发力的数字基建和数据要素；三是政策支持和技术突破下的 AI 应用。另一方面是医药。目前医药生物板块的估值和基金配置仍处于较低水平。往后看，医疗反腐对行业的影响逐渐过去，并且中期来看我国人口老龄化正在加深，医疗需求将持续增加，未来一段时间医药的估值及公募基金等机构的持仓有望趋于均衡。

图2 A股风险溢价率



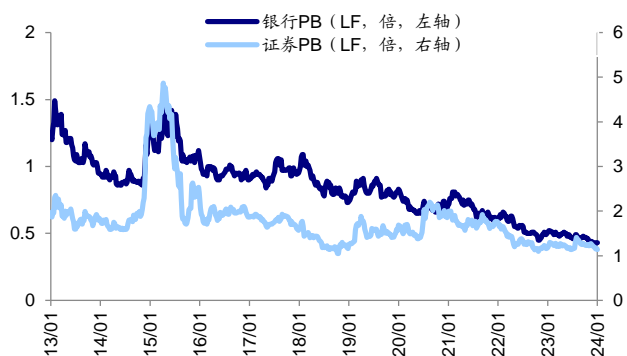
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2024/1/19

图3 A股股债收益比



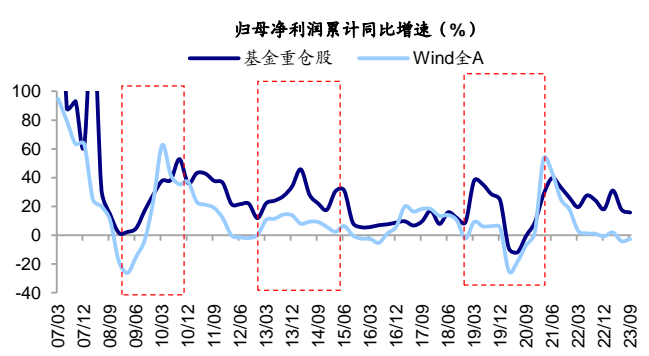
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2024/1/19

图4 当前银行和券商估值已处在历史底部



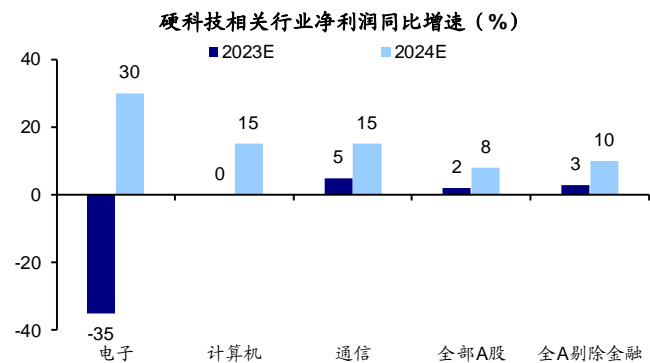
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 白马成长板块在A股盈利上行期表现较好



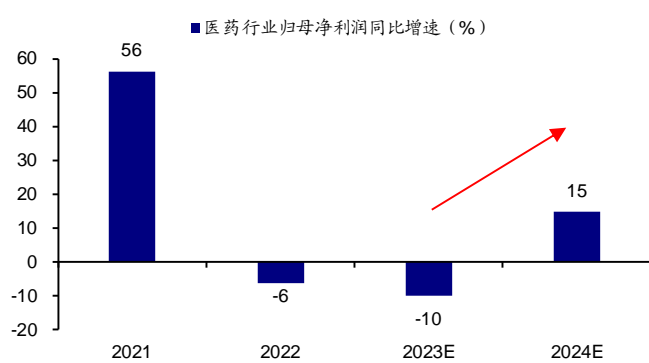
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 基金重仓股组合为公募基金前30大重仓股按市值加权拟合

图6 24年电子盈利增速改善或更明显



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

图7 23/24年医药盈利有望向上



资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

风险提示: 国内稳增长政策不及预期, 海外需求下降。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
 郑子勋 策略研究团队
 应稼娴 宏观经济研究团队
 孙丽萍 固定收益研究团队
 王正鹤 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。