

上银基金一周早知道 | 超预期降准释放哪些信号？

主讲人介绍



罗项天

上银基金权益投研部研究员

本科毕业于中国人民大学金融学专业，硕士毕业于伦敦大学学院金融学专业。擅长追踪行业趋势并自上而下进行投资研判，目前主要研究方向为光伏、储能、银行等行业。

一、市场概况

上周（1.22-1.26）A股市场先抑后扬、沪强创弱，上证指数 2.75%，深证成指-0.28%，创业板指-1.92%，沪深 300 指数 1.96%。随着增量资金入场以及多重利好政策落地，沪指重回 2900 点之上，北向资金累计净流入 121.02 亿元。

考虑经历调整后市场整体估值已经处于较为极端状态，后续随着稳增长政策发力及落地，对市场中期表现不必悲观，未来 3-6 个月建议关注景气回升与红利资产的攻守结合。

二、重点关注

1、降准和定向降息：降准时点和规模均超预期，年后财政或再发力

1月24日，央行宣布将于2月5日下调存款准备金0.5个百分点，向市场

提供流动性 1 万亿。与此同时，25 日开启定向降息，下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，从 2% 下调至 1.75%。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7%。本次普降 0.5 个百分点，幅度时隔 2 年再度回升，此前 4 次降幅均为 0.25 个百分点，叠加 MLF 超额续作等，合计释放中长期资金近 1.2 万亿元。

历史上看，春节前降准并不多见。2010 年以来，仅在 2015 年、2019 年与 2020 年发生。其中，2020 年出于抗疫目的，2019 年为了置换当时到期的 MLF，而 2015 年，降准还是央行投放中长期流动性的主要渠道。因此，结合本月 MLF 平价超量续作综合来看，此次降准是在流动性整体宽松情形下的一次超额补充，0.5 个百分点的单次降准幅度超过了近年来 25BP/次的惯常操作，说明此次降准无论是时间还是规模都超出了市场预期。

推测此次降准与定向降息背后的几点考虑：

1、为新一轮政府债发行做准备。去年 8 月后，政府债的集中发行使得资金面快速收紧。随着 MLF 的超额投放与政府债发行暂缓，银行间流动性重新充裕，资金价格出现明显回落。但从经济基本面来看，有效需求不足、预期偏弱等问题仍然突出，需要政府进一步发力，扭转需求不足的问题。据媒体披露，近期部分地区开始谋划超长期特别国债项目，支持方向为粮食安全、能源安全、产业链供应链安全、新型城镇化、乡村振兴等领域，规模约 1 万亿元，预示着新一轮长期建设国债已进入筹划期。此次降准可能是为节后财政再度发力做准备，走在新一轮政府债发行的前面。

2、为信贷投放“稳总量、调结构”做准备。作为传统信贷大月，年初银行通常面临较大的流动性压力，今年情况同样如此。一方面，12 月央行净投放了 3500 亿 PSL，该工具在支持三大工程的同时，也将通过杠杆效应增加对基础货币的消耗；另一方面，央行新成立信贷市场司，旨在推动信贷资源进入“五大重点领域”。根据潘行长的表述“下一步，将继续发挥货币政策工具总量和结构双重功能，加强工具创新”，再结合 12 月 PSL 天量投放与 5000 亿的已批额度，推测今年结构性政策工具有重新发力的可能，需要补充银行长期流动性进行支持。

定向降息取代全面降息，主要出于支持重点领域发展的目的，并不代表货币政策进一步宽松。在此次降准落地前，市场对降息的预期明显强于降准，但实际

结果是 1 月政策利率（OMO 与 MLF）“按兵不动”，降准反而“捷足先登”。在此次宣布降准的同时，央行决定于次日下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点。以定向降息取代全面降息，一方面说明在流动性陷阱的环境下，降息并非当前政策的首选；另一方面，体现出货币政策对特定领域的金融支持。

防通缩是“量松价稳”政策变化的逻辑基础。现代货币政策的首要目标是保持“币值稳定”，当前“低通胀”风险加剧，GDP 平减指数连续三个季度录得负值，持续下去，经济恐陷入“债务-通缩螺旋”，“低通胀”将对企业利润、居民收入以及就业等产生负反馈影响。因此，稳定国内价格形势将是今年货币政策的首要目标。

借鉴 1998-2000 年的治理经验，货币政策并非完成该任务的首要选择，财政政策与产业政策更应该发挥主力作用，货币政策的重心在于防止“信用收缩”。因此，今年中央经济工作会议将货币政策的中介目标调整为“社融与 M2 增速要与经济增长和价格水平预期目标相匹配”。为达成新目标，数量型工具比价格型工具更加重要。一方面，数量型工具可以打破实体经济利率钝化产生的不利影响，通过对特定领域进行资金支持，改善市场主体收入/盈利预期；另一方面，货币量的增加可能提高市场通胀预期，压低真实利率，实现防通缩的目的。

对于债市而言，一方面，降准释放的万亿流动性保证跨年期间资金面的安全，对短期利率形成支撑；另一方面，债券供给的集中释放或将对长端利率形成压力，收益率曲线有“熊陡”的可能。对于权益而言，降准以及背后透露出的财政动力，有助于改善当前过度悲观的市场预期，但具体效果还需跟踪评估。

2、国内高频数据解读：出行和物流数据改善

上周制造业相关高频数据再度走弱，节前淡季高频数据整体在低位震荡。其中，开工率和产能利用率环比下跌的指标数量增加，而产量和价格环比上涨的指标数量增加。

房地产销售继续走弱。上周 30 城商品房成交面积为 172.16 万平方米，环比减少 11.42 万平方米。受春节错位因素的影响，同比降幅从-42.4%收窄至-17.7%。

人员出行和物流数据改善。上周九大城市地铁客流量上升 500.84 万人次至 39657.9 人次，国内民航班机数量为 89284 架次，环比增长 4.0%。交通部公布的

铁路货运量、高速公路货车通行量、港口货物吞吐量以及快递揽收量的最新一期数据均环比回升。

3、美国经济数据解读：GDP 偏强、通胀偏低，核心关注非农数据

美国四季度实际 GDP 环比折年率 3.3%，远高于市场预期 2.0%，2023 年全年 GDP 增长 2.5%，比 2022 年的 1.9% 更高。GDP 数据再次凸显美国经济的韧性，人们担心的衰退并未发生。

美国为何迟迟不衰退？我们认为与劳动力市场超越以往周期的韧性有关。本轮周期中，经济活动的减弱并未传导至劳动力市场，这使得衰退的关键指标——就业始终没有恶化，而那些“预测”衰退的先行指标集体犯错。

在以往周期当中，经济活动的减弱往往会导致企业裁员，其影响进一步传导至劳动力市场。在经济数据中，这体现为一些经济活动先行指标率先下行，而后就业指标走弱，甚至会出现“非线性”恶化。但本轮周期当中，我们并没有看到这种现象发生，尽管房地产开工、制造业 PMI、消费者信心指数等先行指标自 2022 年起开始恶化，但其影响并未波及劳动力市场。一个比较典型的例子是房地产市场，我们看到 2022-2023 年新屋开工持续下降，但建筑业的就业人数却没有下降，这与之前几轮房地产下行周期中建筑业就业下降的表现形成鲜明对比。由此，本轮周期中就业韧性强劲，使得经济活动放缓的外溢效应并没有人们担心的那么大。

为何劳动力市场的韧性能够超越以往周期？一个解释是疫情之后大财政政策刺激需求，货币紧缩存在“利率锁定效应”之下的滞后，使得留存在劳动力市场中的群体具有收入效应，而退出劳动力市场的群体又享受财富效应，支撑了需求。与此同时，劳动力供给持续不足，企业减少裁员，令劳动者就业得到保障。美国劳工部数据显示，疫情之后有大量劳动力提前退休，这导致劳动力供给下降，企业招聘困难。尽管随着美联储加息，劳动力市场供需趋于平衡，但很多企业仍然不愿意轻易裁员，原因是担心裁员之后再招人会付出更大的成本。展望未来，如果美联储因为通胀放缓而降低利率，就业或也不会很快恶化。这意味着经济衰退的概率可能进一步下降，美国经济增速或能够在更长时间内保持在潜在增速以上。

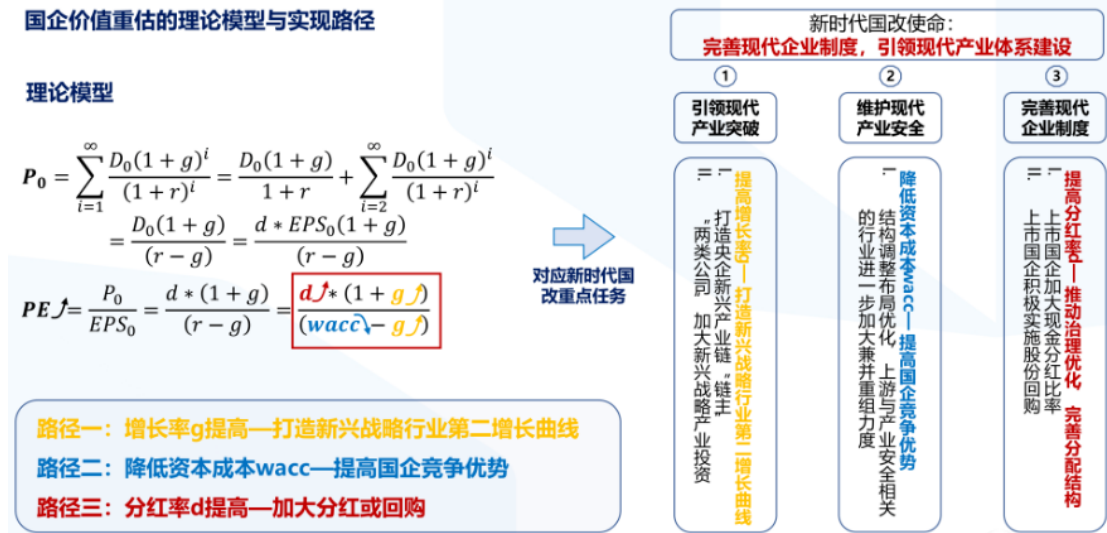
2023 年四季度美国 PCE 和核心 PCE 通胀环比折年率自 2021 年来首次降至 2%

以下，指向美联储抗通胀进程接近胜利。（注：美国核心 PCE 物价指数，也就是个人消费支出价格指数，是美联储最关注的通胀指标之一，美联储长期 2% 的通胀目标就是以核心 PCE 为参考）

GDP 数据公布后，美股和美元涨、美债收益率跌，降息预期小幅升温。市场预期 3 月降息概率从 40% 左右升至 50% 左右，全年降息幅度预期从大概率降 125bp 转变为大概率降 150bp。降息预期小幅升温主因是通胀环比折年率回落至美联储目标水平以下，美股的上涨更多是在交易经济有望软着陆，美债收益率下行主要在交易通胀回落和降息不远，美元上涨主要在交易“美强欧弱”格局可能延续，黄金则是由于美元和美债收益率分化而表现震荡。

向后展望，美国经济在 2024 年上半年仍将进一步放缓，但有望软着陆，下半年有望边际企稳反弹。美联储仍倾向于保持观望，3 月是否降息取决于 1-2 月的就业和通胀数据，重点关注两个门槛值：一是 CPI 和核心 CPI 同比均低于 3.5%，二是新增非农就业降至 15 万以下。短期重点关注 2 月 1 日凌晨的美联储议息会议，若准备 3 月降息则此次会议应当有所表态。

三、每周一图



资料来源：国泰君安证券研究所

国企改革具备“逆周期”特性往往发生在上一轮经济改革红利释放尾声，而新一轮改革方兴未艾的大变革时期。作为承上启下的中枢，国企同时肩负化解上一轮周期风险与落实下一阶段发展战略的使命。具体来说，国改历经三个阶段：

(1) 1993-2002 年：国企是所有制改革的先锋；(2) 2003-2012 年：背负

着去化上游庞大过剩产能，转变增长模式的压力。（3）2013-2022年：产业创新升级成为经济的核心目标，现代企业制度建立与国资运行的效率亟需提升。展望未来，在中国式现代化的总纲领下，新时代国企肩负引领现代化产业体系建设的使命。

1月24日国资委国新办发布会表示，进一步研究将市值管理纳入中央企业负责人业绩考核，引导中央企业负责人更加重视所控股上市公司的市场表现。由于国企承担了社会责任以及复杂的公司治理，因此，国有企业的股东回报与估值长期处在较低水平，后续有几条提升估值的路径：（1）提高股息率与增加公司股票回购，可以提高股东回报和再投资收益率，因此相关领域的公司能够获得重估的机会，该种方式也是国资委鼓励的方向。（2）从公司价值创造的角度来看，一个方式是提升企业增长率打造第二增长曲线，尤其是针对战略性新兴产业加大布局，比如数字化建设与一带一路等。（3）降低企业融资成本，本质上可以通过降低行业竞争水平获得，当前国资在重点行业集中度不突出，亟需提升以进一步维护产业安全，未来围绕国资委提出的产业链“链主”和专业化整合，可关注高端装备、交运和能源，机会还是在“发展与安全”。

过去来看，央国企注重规模指标，一定程度上淡化了成长弹性与经营效率；加之投资者结构的偏好，造成了国有上市公司估值的相对偏低。面向未来，央国企估值重塑的催化包括股权激励带动提升运营效率，战略性重组与专业化整合，提高分红和回购以改善股东回报和再投资收益，杠杆空间打开，一带一路提供产能出海新机遇等。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本资料中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，并根据自身的投资目标、投资期限、投资经验、资产状况等因素选择与自身风险承受能力相匹配的产品。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽职的原则管理和运用基金资产，但不保证基金本金不受损失，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。行业、指数过往业绩不代表基金业绩表现，也不作为基金未来表现的承诺。