

降息是股债双牛的起点

核心观点

2023年6月13日,央行公开市场开展20亿元7天期逆回购操作,中标利率1.9%,上次为2.0%,降息10BP。本次降息较为符合我们预期,我们认为其核心诉求是为企业降低融资成本,改善经营困境。预计6月15日MLF利率将同幅度调降,进一步带动20日LPR报价下降,但或呈现期限非对称性。展望后续,我们坚持下半年仍有降准、降息的判断,本次降息意味着货币政策宽松基调确认,将是股债双牛行情的起点。

□ 央行降息符合我们预期

6月13日,央行降低7天逆回购利率10BP,降息操作符合我们5月31日报告《5月宏观数据预测:经济动能高点已过》中的观点:“从机制上看,DR007波动中枢持续的、大幅地下行并低于7天逆回购利率是可能降息的前瞻信号,我们提示市场关注”,及6月8日报告《5月外储:短期汇率贬值或为宽松货币政策打开窗口》中的观点:“人民币汇率起到内外平衡器的作用,汇率的贬值一定程度上或为国内货币政策宽松打开窗口,6月存在降低政策利率的可能性”。

我们认为本次降息的前瞻性信号包括:

- 1、5月以来DR007波动中枢明显下移,全月日均值约为1.85%,较4月日均值的2.06%低约21BP,即使在月末时点,仅最后两个工作日行至7天逆回购利率上方,6月初数据季节性回落,但总体相对较低,意味着银行间流动性较为宽松,体现政策意图;
- 2、6月8日至今,国有大行及多家股份行陆续下调人民币多期限的存款利率,这是继去年三季度多家银行下调存款利率以来的新一轮大规模调整,预计后续也将有其他相关中小银行的跟进。存款利率下降后,对银行净息差的压力将略有缓解;
- 3、6月7日,易纲行长赴上海调研金融支持实体经济和促进高质量发展工作的讲话中提到“加强逆周期调节”,我们梳理发现,这是自2020年8月以来央行各层面官方表述中首次单独提及“逆周期调节”,即没有叠加“跨周期调节”相关表述,或意味着宽松基调的逐步确认。

□ 降息核心诉求是为企业降低融资成本

我们认为当前降息核心诉求是为企业降低融资成本。今年1-4月我国工业企业营业收入利润率仅为4.95%,显著低于去年同期的6.35%和去年末的6.09%,这是导致今年企业盈利大幅承压的核心原因之一。因此,为企业降低融资成本有助于其利润率的回暖,缓解经营困境。

从利率定价逻辑角度,根据易纲行长今年4月在彼得森国际经济研究所(PIIE)会议上的论述“如果难以计算实际利率和潜在增长率,我建议采取保守的方法,将实际利率设定为略低于潜在增长率”,并提出,2000年至今,中国的实际利率波动较大,但仍低于潜在增长率。借鉴易纲行长的实际利率度量,即贷款加权平均利率减CPI,两项数据在二季度均将是逐步回落的,但CPI回落幅度或更大,这意味着实际利率或在二季度有所回升,我们认为,在经济潜在增速大趋势逐步回落、短期趋于稳定的情况下,实际利率今年二季度可能边际上行,意味着存在降息的逻辑基础。

□ 预计6月15日MLF利率同幅度调降,20日LPR报价下降

我们预计后续政策利率曲线上其他期限的利率均将同幅度调降,如15日即将操作的MLF利率,及央行大概率在9月末、12月末或跨春节附近进行操作的14天、28天逆回购利率等。我们此前持续提示,逆回购、MLF政策利率的调升/降时间未必一定在同一天,梳理2017年以来的此前9次政策利率调整,有3次是逆回购利率调整在先,MLF利率调整在后,有2次是MLF利率调整在先,逆回购利率在后,其他4次为两者同时调整。

分析师:李超

执业证书号: S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师:孙欧

执业证书号: S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《5月通胀解读: CPI低位运行, PPI继续下探》 2023.06.09
- 2 《出口回落不慌, 结构重于趋势——2023年5月进出口数据的背后》 2023.06.08
- 3 《5月外储: 短期汇率贬值或为宽松货币政策打开窗口》 2023.06.08

此外，预计6月20日LPR报价也将随之下降，当前我国LPR报价机制是“市场利率+央行引导→LPR”，我们认为市场利率主要观察DR007，其中枢自5月以来已出现明显回落；央行引导可以是降准、降息等各种操作，目前也已兑现，则LPR报价从机制上看将随之回落。我们预计仍然将延续去年以来的期限非对称式调降，预计1年期LPR下降5BP、5年期以上LPR下降15BP的概率更大，体现当前着重拉动企业中长期贷款及居民按揭贷款的政策基调。

□ 后续还有哪些货币政策工具？

由于去年三季度我国经济增速基数走高，预计今年三季度数据将自然下行，叠加年中失业率将阶段性承压，我们认为下半年货币政策将采取总量+结构双重宽松，预计仍有降准、降息，结构性政策工具仍将持续发力。

预计三季度降准体现稳增长保就业诉求，结合我们对全年信贷体量的判断，我们测算一季度信贷增量占全年比重或高达45%-47%，处于历史极高值区间，其中也隐含了对下半年可能再次降准的判断。

对于降息，预计美联储可能在四季度进入降息周期，中美两国基本面差+货币政策差收敛，我国将出现国际收支、汇率改善机会，货币政策宽松空间进一步打开，形成降息预期。

此外，预计结构性政策工具将继续发力，再贷款仍将发挥主导作用。根据央行官方数据，截至今年3月末，我国结构性货币政策工具余额68219亿元，去年末是64465亿元，增加了3754亿元。值得注意的是，央行于1月、2月分别新创设房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划两项结构性政策工具，额度分别800、1000亿元，新工具均针对地产领域，体现维稳意图。我们预计央行后续将继续强化对制造业、科技、小微、绿色等领域的信贷支持，结构性政策将继续强化使用。

□ 后续货币政策宽松的掣肘有哪些？

货币政策宽松的制约因素主要在于币值稳定和金融稳定两项央行的最终目标。对于币值稳定，我们认为人民币汇率能够起到内外平衡器的作用，短期看，汇率的贬值一定程度上或为国内货币政策宽松打开窗口，目前市场对6月15日联储议息会议是否加息仍存在分歧，我们认为当前我国“以我为主”的政策基调下，国内政策并未受其影响。

同时，我们不认为人民币汇率年内会持续贬值，预计下半年我国宽松政策空间进一步打开，将助力改善市场的基本面预期，利好人民币汇率；美国方面，一季度GDP增速大幅低于市场预期，随着劳动参与率回升、劳动力市场供需矛盾缓解，失业率可能出现上行，而信用收缩对经济的潜在冲击持续存在，居民超额储蓄逐步消耗也意味着消费面临回落压力，货币政策停止紧缩，甚至开启宽松的预期也将持续确认。总体上，下半年我国在基本面及货币政策预期两个方面均较为占优，推动人民币汇率升值。

从金融稳定的角度，近期债市加杠杆情绪升温。6月5日以来我国银行间质押式回购每日成交量攀升至8.5万亿左右历史新高，资金淤积+债市收益率回落推升机构加杠杆情绪，我们认为对于其后续演进，一方面，随着风险资产情绪改善，“资产荒”逐步缓解，机构资金过度拥挤债市的情况或有缓释，另一方面，经济承压的背景下，货币政策首要目标为稳增长保就业，若我国经济进入压力较小的窗口期，而金融稳定问题尚未有效化解，其可能成为央行政策转向的关注点。

□ 对市场的影响：降息是股债双牛的起点

我们认为本次降息意味着货币政策宽松基调确认，其将是股债双牛行情的起点。首先，我们认为降息对债市影响较为直接，今日降息后，10年期国债活跃券收益率迅速下行4BP至2.64%左右低位，在下半年或仍有降准、降息判断的基础上，我们将利率债收益率年内低点的预测值由2.6%下调至2.4%，债券市场的牛市行情值得期待。

延续我们5月5日年中策略报告《水到渠成，股债双牛》的观点，流动性是驱动“股债双牛”的核心逻辑，一方面，今年下半年经济压力客观存在，但货币政策仍有宽松空间，无风险收益率继续下行并带动成长股发力，形成股债双牛的格局。另一方面，我们认为居民大体量超额储蓄淤积金融体系，是导致当前流动性过剩、拥挤交易形成资产荒的核心原因之一，也是后续股市增量资金的最大不确定

定性来源。

□ **风险提示**

企业盈利、居民消费及购房情绪进一步恶化，经济基本面承压，政策效果不及预期。

图1: 逆回购、MLF利率过往调整梳理

	逆回购利率:7 天 (%)	调整幅度 (BP)		MLF 1 年利率 (%)	调整幅度 (BP)
2015/10/27	2.25	-10			
2017/2/3	2.35	10	2017/1/24	3.1	10
2017/3/16	2.45	10	2017/3/16	3.2	10
2017/12/14	2.5	5	2017/12/14	3.25	5
2018/3/22	2.55	5	2018/4/17	3.3	5
2019/11/18	2.5	-5	2019/11/5	3.25	-5
2020/2/3	2.4	-10	2020/2/17	3.15	-10
2020/3/30	2.2	-20	2020/4/15	2.95	-20
2022/1/17	2.1	-10	2022/1/17	2.85	-10
2022/8/15	2	-10	2022/8/15	2.75	-10
2023/6/13	1.9	-10			

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>