

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观分析师
执业编号: S1500523050006
联系电话: +86 13682411569
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

中国降息可能引领全球降息周期

2023年6月14日

- **从维护币值稳定视角看央行逆回购降息。**6月13日,央行7天逆回购利率降息10bp落地。基于物价稳定视角,央行降息能够带动贷款利率下行,从而改变当前实际利率偏高的局面,有利于提振企业融资和居民消费需求,缓解物价收缩压力。5月信贷社融增速进一步收缩,凸显了央行降息的紧迫性。基于汇率基本稳定视角,未来一段时间人民币汇率的重要定价逻辑在于国内经济基本面。央行降息或在短期内加大人民币汇率贬值压力,但中长期内反而有助于保持汇率稳定。
- **本次降息后,6月15日MLF操作利率大概率将跟随下调10bp,我们预计6月20日LPR下行也将水到渠成。**2017年以来,7天逆回购与1年期MLF利率基本同步变化,仅在操作时点上存在一定时差。6月13日晚央行下调各期限SLF利率10bp,进一步指向MLF利率大概率将跟随下调。而历史上每一次MLF降息,LPR均发生同向变化。考虑到本轮存款利率降幅较明显,货币条件宽松,我们预计本月1年期LPR或下调10bp,5年期LPR可能不对称下调。
- **央行或开启新一轮降息周期。**第一,历史上国内产能周期下行期,中国央行都会开启降息周期。2023Q1工业产能利用率进一步降至74.3%,我们判断产能周期可能在明年初前后触底,对应本轮央行降息周期尚未结束。第二,单次降息10bp,可能难以对实体融资需求形成有效提振。从5月金融数据来看,居民房贷仍面临收缩压力,企业信用扩张转为收缩,经济运行存在暂时性的资金空转现象。扭转经济形势需要货币政策配合各项宏观政策进一步发力,这与易纲行长“加强逆周期调节”的定调相符。第三,美联储暂停加息后,中国央行货币宽松窗口有望进一步打开,新一轮全球降息周期,可能率先由中国降息引领。
- **伴随国内政策发力,人民币资产有望迎来改善空间。**股市可能给予经济复苏更高定价。库存周期和产能周期拐点出现前,市场交易弱复苏,与当前股市行情偏弱相对应。而历史上市场底通常领先于经济底,随着央行降息等一系列稳增长政策出台,国内经济弱复苏局面有望扭转,市场可能给予经济复苏更高定价。债市有望持续走牛。对于债市而言,本次央行降息并非意味着利好出尽。短期内,“弱复苏+货币宽松”逻辑仍在。我们认为未来一年内或仍有1-2次降息,利率中枢有望持续下行。
- **风险因素:**国内政策力度不及预期,美联储超预期紧缩,地缘政治风险等。

目录

一、从维护币值稳定视角看央行逆回购降息	3
二、央行或将开启新一轮降息周期	5
三、伴随国内政策发力，人民币资产有望迎来改善空间	9
风险因素	9

图目录

图 1: 6 月以来，债市提前反映了一定的降息预期	3
图 2: 去年 9 月份以来，中国实际利率出现反弹	4
图 3: 5 月信贷社融同比增速进一步收缩	4
图 4: 5 月中下旬以来，美元兑人民币汇率单边贬值较多	5
图 5: 2017 年以来，7 天逆回购利率与 1 年期 MLF 利率基本保持同步变化	5
图 6: 1 年期 MLF 利率下调后，LPR 均发生同向变化	6
图 7: 历史上产能周期下行期，央行都会开启降息周期	6
图 8: RMBS 条件早偿率指数再创新高	7
图 9: 5 月企业信用扩张转为收缩	8
图 10: 5 月存贷差仍居历史高位	8
图 11: 历史上，美联储是全球货币政策周期最主要的领导者	9
图 12: 本次央行降息并非是利好出尽，债市有望持续走牛	9

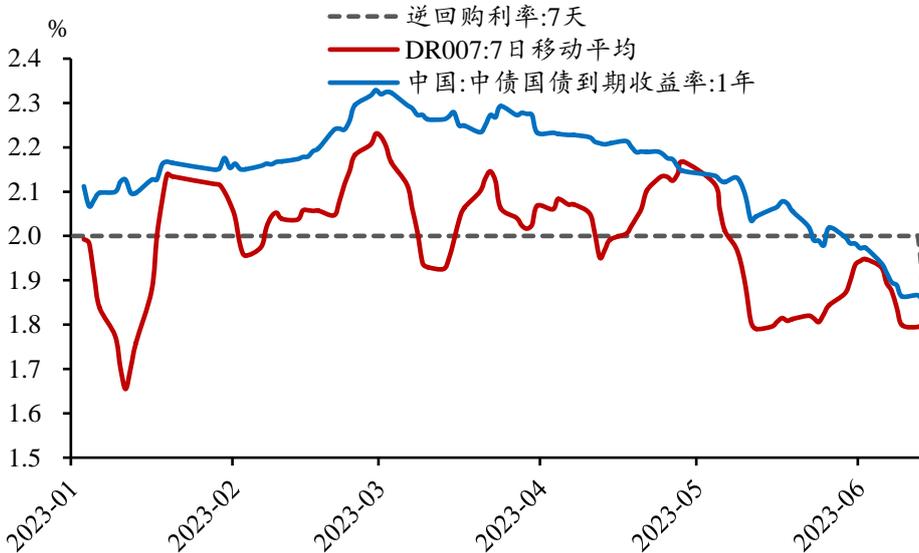
事件：

- 1、2023年6月13日，央行发布公开市场业务交易公告，7天逆回购中标利率为1.90%，较前值下降10bp。
- 2、2023年6月13日，央行公布5月金融数据：新增人民币贷款1.36万亿元，预期1.45万亿元，前值7188亿元。新增社会融资规模1.56万亿元，预期1.99万亿元，前值1.22万亿元。M2同比增长11.6%，预期12.1%，前值12.4%。

一、从维护币值稳定视角看央行逆回购降息

6月以来多重信号释放，市场提前反映降息预期。6月9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，在座谈会上重提“加强逆周期调节”。而在5月15日发布的一季度货币政策执行报告中，关于货币政策基调的表述为“搞好跨周期调节”，这一重要转变强化了市场对于货币宽松的预期。此外，6月8日六大行下调存款利率，12日全国性股份行跟进下调，三年期、五年期定存利率降幅多达15个基点，进一步强化了市场降息预期。反映到债市，各期限国债收益率均有不同程度下行。参考受货币政策影响更大的1年期国债收益率，截至6月12日收盘，1年期国债收益率较上月末下降12bp，期间走势通畅，基本未受跨月资金面波动影响。6月13日早，央行发布新一期公开市场操作公告，7天逆回购利率降息10bp落地。

图 1：6月以来，债市提前反映了一定的降息预期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

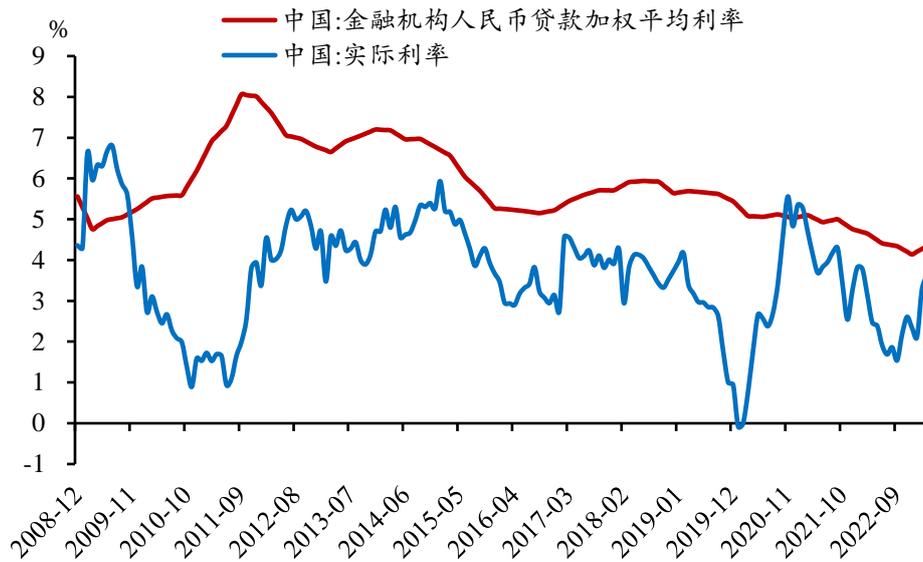
从“维护币值稳定”的货币政策目标来看，不难理解央行逆回购降息的政策意图。维护币值稳定包含两重含义，一是物价稳定，二是汇率基本稳定。分别来看：

央行降息有利于提振需求，缓解物价收缩压力。今年以来，我国CPI同比增速回落较多，5月读数录得0.2%，勉强维持正增长。考虑到去年6-7月CPI涨幅基数较高，二季度以来经济复苏动能减弱，未来1-2个月CPI同比增速存在跌入负区间的风险。考察当前利率水平，尽管过去两年贷款加权平均利率总体趋于下行，但自去年9月份以来，实际利率（银行贷款利率减去通货膨胀率）有所反弹，今年一季度末约为3.6%，高于过去3年2.85%的平均水平。央行降息能够带动贷款利率下行，从而改变当前实际利率偏高的局面，有利于提振企业融资和居民消费需求，缓解物价收缩压力。

5月信贷社融增速进一步收缩，凸显了央行降息的紧迫性。5月新增社会融资规模1.56万亿元，同比少增1.28万亿元，社融存量增速降至9.5%，创下有数据统计以来第二低。新增人民币贷款1.36万亿元，同比少增5300亿元，各项贷款余额增速录得11.4%，时隔5个月再度出现下降。信用周期领先于实体经济周期，在复苏拐点到来

之前，信用周期由向扩张转为收缩，无疑会进一步加剧经济下行压力，这同样与央行货币政策目标相违背。

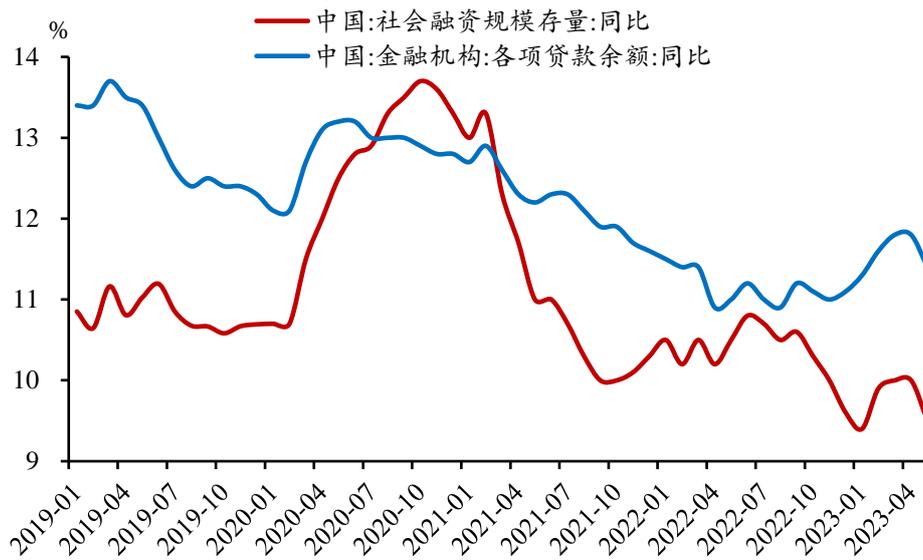
图 2：去年 9 月份以来，中国实际利率出现反弹



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 实际利率=银行贷款利率-通货膨胀率

图 3：5 月信贷社融同比增速进一步收缩



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

未来一段时间人民币汇率的重要定价逻辑在于国内经济基本面，央行降息有望引领稳增长政策加码，反而有助于保持汇率稳定。5 月中下旬以来，美元指数基本维持在 104 点上下，同期美元兑人民币汇率接连跌破重要整数关口，6 月 13 日收盘价录得 7.15。这一轮人民币汇率贬值，主要与国内经济恢复基础尚不稳固有关。短期来看，美联储货币政策尚未转向，年内可能仍有一次加息。中国央行当前时点采取降息，将加剧中美利差倒挂，人民币汇率存在进一步贬值的压力。中长期来看，央行降息是国内稳增长政策加码的重要信号，6 月 13 日晚国家发改委等多部门发布关于做好 2023 年降成本重点工作的通知，后续或还有一揽子政策措施待出台。政策推动下，中国经济弱复苏局面有望迎来拐点，从而缓解人民币汇率贬值压力。

图 4：5月中下旬以来，美元兑人民币汇率单边贬值较多


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、央行或将开启新一轮降息周期

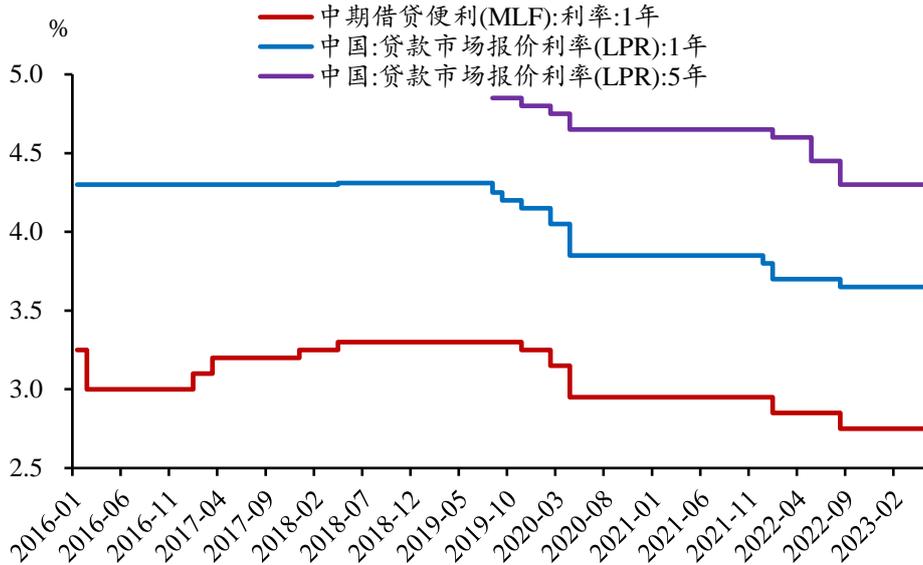
本次逆回购降息后，6月15日MLF操作利率大概率将跟随下调10bp。2017年以来，7天逆回购利率与1年期MLF利率基本保持同步变化，仅在操作落地时点上存在一定时差。既有7天逆回购利率早于1年期MLF利率变动的，如2018年3月22日7天逆回购利率上调5bp，同年4月17日1年期MLF利率才跟随上调5bp，滞后时间较长。也有1年期MLF利率早于7天逆回购利率变动的，如2019年11月5日1年期MLF利率降息5bp后，11月18日7天逆回购利率跟随降息5bp。6月13日晚，央行下调常备借贷便利（SLF）利率，隔夜期、7天期、1个月期均下调10bp。历史上SLF利率和1年期MLF利率也呈现稳定同步变化的关系，基于此，我们判断6月15日MLF操作利率也将大概率下调10bp。

我们预计6月20日LPR下行也将水到渠成。1年期MLF利率是LPR的定价基准，历史上每一次1年期MLF利率下调后，1年期、5年期LPR均发生同向变化，只是变化幅度可能有所不同。考虑到本轮存款利率降幅较明显，商业银行息差压力有所缓解，今年3月央行降准以来货币政策整体维持积极取向，银行间流动性充裕，我们预计6月20日1年期LPR或同步下调10bp，5年期LPR可能不对称下调。

图 5：2017 年以来，7 天逆回购利率与 1 年期 MLF 利率基本保持同步变化

7天OMO利率		1年期MLF利率		是否同步
变动日期	操作利率	变动日期	操作利率	
2017年3月16日	2.45%，较上期+10bp	2017年3月16日	3.20%，较上期+10bp	是
2017年12月14日	2.50%，较上期+5bp	2017年12月14日	3.25%，较上期+5bp	是
2018年3月22日	2.55%，较上期+5bp	2018年4月17日	3.30%，较上期+5bp	否
2019年11月18日	2.50%，较上期-5bp	2019年11月5日	3.25%，较上期-5bp	否
2020年2月3日	2.40%，较上期-10bp	2020年2月17日	3.15%，较上期-10bp	否
2020年3月30日	2.20%，较上期-20bp	2020年4月15日	2.95%，较上期-20bp	否
2022年1月17日	2.10%，较上期-10bp	2022年1月17日	2.85%，较上期-10bp	是
2022年8月15日	2.00%，较上期-10bp	2022年8月15日	2.75%，较上期-10bp	是
2023年6月13日	1.90%，较上期-10bp	2023年6月15日	待定	-

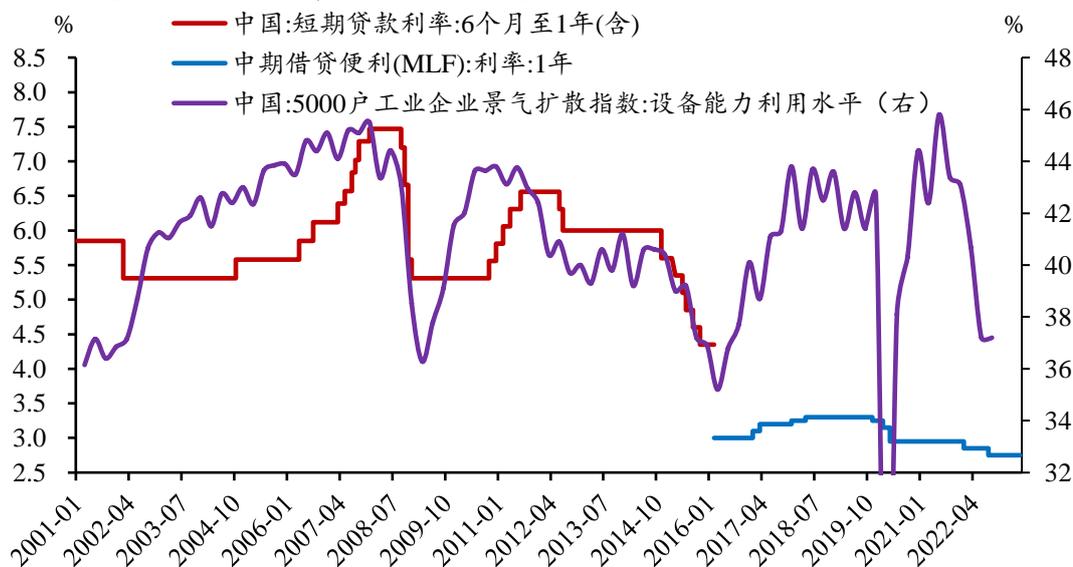
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：1 年期 MLF 利率下调后，LPR 均发生同向变化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们认为本次逆回购降息，或为中国央行新一轮降息周期的起点。

第一，历史上产能周期下行期，央行都会开启降息周期。参考 5000 户工业企业设备能力利用水平指标，2002 年 2 月，产能周期位于底部，央行下调贷款基准利率 54BP。2008 年 9 月-2008 年 12 月，产能周期快速下行，央行下调贷款基准利率 5 次，第 1、2、3、5 次各 27BP，第 4 次为 108BP，累计下降 216BP。2014 年 11 月-2015 年 10 月，同样地，央行下调贷款基准利率 6 次，第 1 次为 40BP，第 2-6 次各 25BP，累计下降 165BP。2020 年 2 月-2020 年 4 月，新冠疫情冲击下产能周期向下，央行 2 次下调 1 年期 MLF 利率共 30bp。2021 年下半年以来，产能周期再度进入下行期，期间央行 2 次下调 1 年期 MLF 利率共 20bp。**2023Q1 工业产能利用率进一步下降，录得 74.3%，我们判断产能周期可能在明年初前后触底，对应本轮央行降息周期尚未结束。**

图 7：历史上产能周期下行期，央行都会开启降息周期


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，单次降息 10bp，可能难以对实体融资需求形成有效提振。从 5 月金融数据来看：

1) 居民房贷仍面临收缩压力。5 月新增居民中长贷 1684 亿元，仅在去年低基数上同比多增 784 亿元。6 月份以

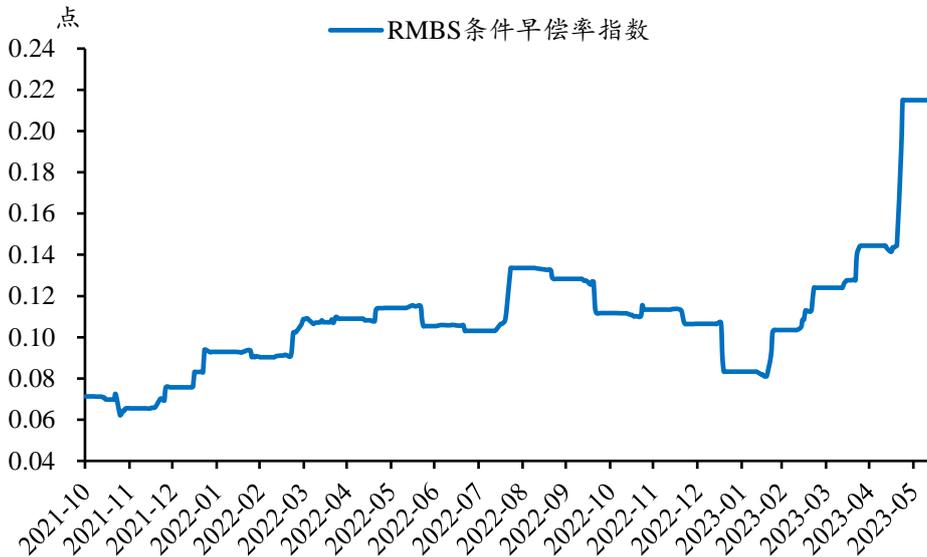
来 RMBS 条件早偿率指数再创新高，指向居民增加提前还贷，存量房贷收缩压力较大。同时新房销售持续降温，增量需求表现低迷。5 月居民短贷同比小幅多增 148 亿元，指向“五一”假期居民服务业消费可能更多动用储蓄而非借贷，与居民存款同比少增 2029 亿元相对应。

2) 企业信用扩张转为收缩。将企业贷款、企业债融资、股票融资和三项表外融资加总，用以衡量企业融资需求。基于此，5 月新增企业融资需求共计 5677 亿元，同比少增 8462 亿元，终结了过去 9 个月连续同比多增的局面。究其原因，与去库存周期背景下企业短期融资需求收缩、低息中长期贷款替代了发债等融资需求有关。

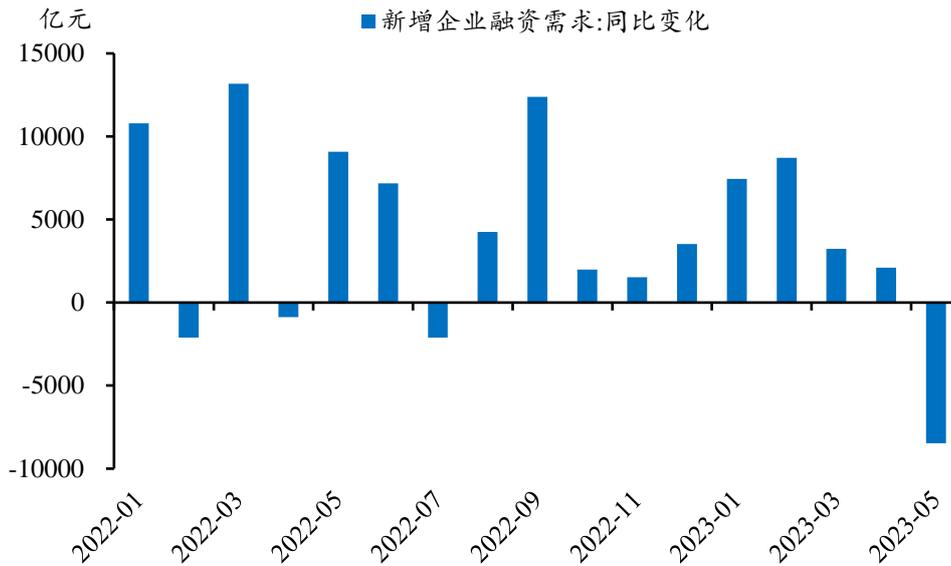
3) 当前经济运行存在暂时性的资金空转现象。一方面，当前存款增长比贷款增长更快，5 月存贷差为 47.4 万亿元，仍居历史高位。存贷差扩张对应流动性宽松，金融机构有动机增加同业投资、债券配置等，或对金融资源进一步倾向实体经济产生影响。另一方面，企业部门在借入大量信贷后，并未有效形成投资支出。部分资金滞留在金融体系，配置了结构性存款、银行理财等进行套利，推高了非银存款。

上述问题难以通过单次降息 10bp 解决，扭转经济形势需要货币政策配合各项产业政策进一步发力，我们认为这也是易纲行长“加强逆周期调节”表态的隐含之意。

图 8：RMBS 条件早偿率指数再创新高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

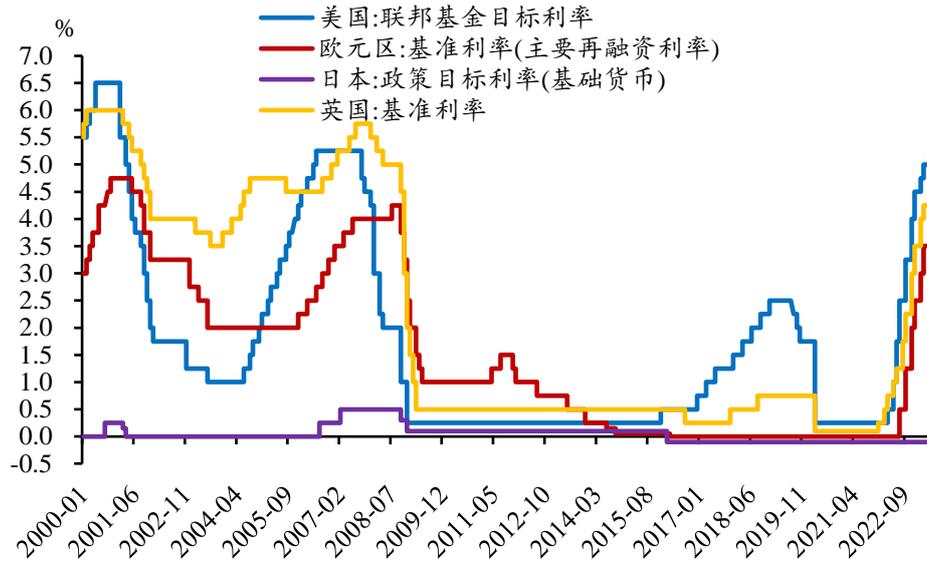
图 9：5 月企业信用扩张转为收缩


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：5 月存贷差仍居历史高位


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第三，美联储暂停加息后，中国央行货币宽松窗口有望进一步打开。以美联储为代表的主要经济体央行，正处在加息周期的末期。参考 CME FedWatch 对于美联储政策路径的预期，美联储有望在即将到来的 6 月议息会议首次暂停加息，7 月会议可能最后再加息一次，随后于 12 月会议开启降息。在美联储货币政策即将转向的窗口期内，中国央行降息所引发的资产价格波动、资本流出压力或相对减轻，这意味着国内货币宽松窗口将进一步打开。历史上，美联储是全球货币政策周期最主要的领导者，而新一轮全球降息周期，可能率先由中国降息引领。

图 11: 历史上, 美联储是全球货币政策周期最主要的领导者


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、伴随国内政策发力, 人民币资产有望迎来改善空间

股市可能给予经济复苏更高定价。基于我们多周期嵌套的分析框架(详见报告《本轮弱复苏的特征、成因及前景——多周期嵌套分析》), 库存周期和产能周期拐点出现前, 市场交易弱复苏, 与当前股市行情偏弱相对应。而历史上市场底通常领先于经济底, 随着央行降息等一系列稳增长政策出台, 国内经济弱复苏局面有望扭转, 市场可能给予经济复苏更高定价。

债市有望持续走牛。对于债市而言, 本次央行降息并非意味着利好出尽。短期内, “弱复苏+货币宽松”逻辑仍在。我们认为未来一年内或仍有 1-2 次降息, 利率中枢有望持续下行。

图 12: 本次央行降息并非利好出尽, 债市有望持续走牛


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

国内政策力度不及预期, 美联储超预期紧缩, 地缘政治风险等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

张云杰，信达证券宏观分析师。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究金融流动性，中美货币政策，物价分析等。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyui@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。