

2023年06月14日

降息只是开始，增量政策可期

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● 降息背景和目的：经济偏弱，破局在即

本次下调政策利率的背景：（1）经济基本面走弱，货币宽松助力稳增长。5月PMI分项全面下滑，供需回落、内需收缩幅度大于外需。经济的弱现实提高逆周期调节必要性。我们测算在悲观假设下，若2023年中央无稳增长政策，全年GDP增速约为4.5%-5%，达成经济增速目标仍有不确定性。同时，制约货币宽松的要素边际缓和。（2）近一个月银行间资金利率低于政策利率。4月以来，央行公开市场操作货币净投放量减少，但5月资金利率DR007中枢持续低于短期政策利率。此时下调政策利率是为引导贷款利率下调、银行加大信贷投放，使流动性有效传导至实体经济。综合来看，本次降息的目的主要是提振市场信心，助力宽信用，后续MLF和LPR利率有望跟随下调，从而带动投资、消费改善，推动经济企稳。

● 降息的效果和影响：提振经济，短期利好股债

经济方面，若后续MLF和LPR跟随下调，对于居民的影响体现在按揭贷款的增长和购房需求的提升，但对地产销售若要起到实质性作用，仍需其他地产政策配合。降息对企业的影响体现在推动企业贷款成本降低，提升融资需求。

资本市场方面，历史回顾显示，降息后创业板在3个月内大多上涨，且涨幅较为显著；考虑后续可能的下调MLF利率，我们观察债券收益率短期随MLF利率下降，但长期趋势需关注基本面的改善情况。

● 5月金融数据：总体偏弱

信贷方面，5月新增人民币信贷1.36万亿元，同比少增5300亿元。结构上看，居民贷款同比小幅多增，企业贷款少增，主因表内票据融资下滑。企业中长贷维持年初以来的韧性，同比多增2147亿元，企业短贷同比少增2292亿元。票据融资的大幅少增主要是基数过高和监管新规导致。社融方面，5月新增社融1.56万亿元，同比少增1.28万亿，社融存量增速降至9.5%。社融的主要拖累项是人民币贷款、政府债券和企业债券。2023年专项债提前批规模（2.19万亿）显著高于2022年的1.46万亿，5月接近提前批使用发行的尾声，节奏上的错位导致本次政府债券同比的大幅少增。企业债券减少2175亿元，同比少增2541亿元。M1、M2同比均下降，社融-M2剪刀差继续上行至-2.1%。

● 对后续的判断：降息只是开始，增量政策可期

降息只是开始，增量政策可期。降政策利率体现了在经济复苏出现波折后，决策层对稳增长的重视程度提升。我们认为6-7月逐渐会看到政策变化，密切关注6月国常会和7月底政治局会议，可能的发力方向有：降息（预计MLF10BP、LPR10-15BP）、降准；地方存量债务化解、城投化险的实质性举措；与基建相关的政策性金融工具、特别国债等；地产政策方面，在房住不炒大基调下，一线城市房地产实质性放松较难，但其余高能级城市需求侧仍有望进一步松动。房企融资端松绑政策有望加强落实；产业政策方面，继续支持“卡脖子”、高质量发展相关领域；消费方面，多措并举促进消费，例如汽车家电、地方消费券、其他政策等。

● 风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

相关研究报告

《稳增长增量政策可期—宏观周报》

-2023.6.11

《消费需求有待进一步提振——5月

通胀数据点评—宏观经济点评》

-2023.6.10

《“填坑”效应消退，出口压力显现—

5月进出口数据点评—宏观经济点

评》-2023.6.7

目 录

1、 降息的背景和目的：经济偏弱，破局在即.....	3
2、 降息的效果和对金融市场影响：提振经济，短期利好股债.....	4
3、 5月金融数据：总体偏弱.....	6
4、 对后续的判断：降息只是开始，增量政策可期.....	7
5、 风险提示.....	8

图表目录

图 1： 5月银行间资金利率低于政策利率.....	3
图 2： 4-5月央行公开市场货币净投放较少.....	4
图 3： MLF 利率一般会跟随 OMO 利率调降.....	4
图 4： 二手住宅挂牌价同比继续下探.....	5
图 5： 历史上降低政策利率后短期内利好股债.....	6
图 6： 表内票据大幅少增拖累信贷.....	7
图 7： 信贷、企业和政府债券为社融拖累项.....	7
图 8： 2023 年 1-5 月专项债发行规模低于 2022 年.....	7

1、降息的背景和目的：经济偏弱，破局在即

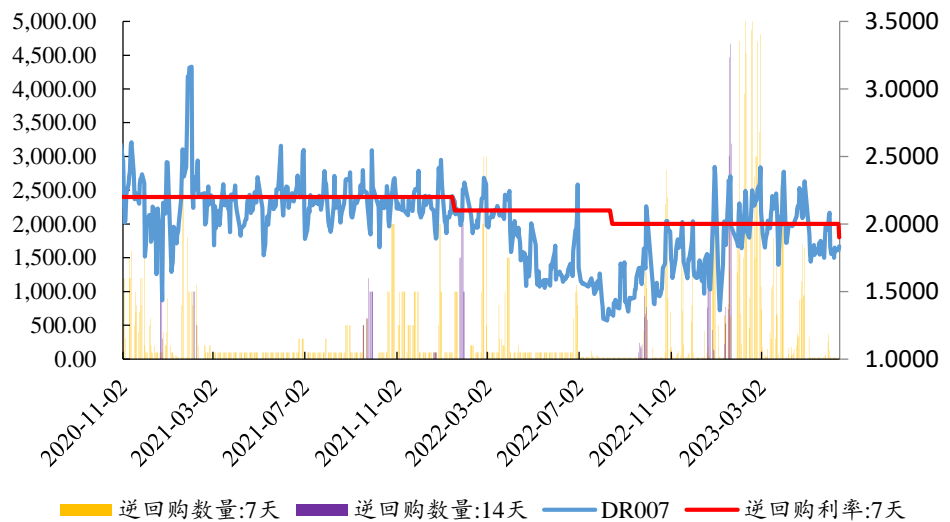
(1) 经济基本面走弱，货币宽松助力稳增长。5月数据揭示经济动能走弱的现实。5月PMI分项全面下滑，供需回落、内需收缩幅度大于外需。具体看，生产端开工率下滑、制造业价格下行、建筑业景气回落指向5月基建增速或下降。地产方面，4月30大中城市商品房成交面积环比下降，5月百城住宅价格指数同比也进一步下滑至-0.11%。通胀方面，5月PPI同比降幅继续扩大。

我们测算在悲观假设下，若2023年中央保持定力、无稳增长政策，全年GDP增速约为4.5%-5%，达成经济增速目标仍有部分不确定性。同时，制约货币宽松的因素边际缓和。一方面，央行对于通胀的担忧显著下降。另一方面，海外经济体加息进入尾声，从美联储官员表态来看，6月“跳过”加息的概率较大。

央行行长易纲6月7日赴上海调研时表示“人民银行将继续精准有力实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，全力支持实体经济”。因此，二季度末降息体现了中央积极提振内需的政策意图。

(2) 近一个月银行间资金利率低于政策利率。4月以来，央行公开市场操作货币净投放量减少，但5月资金利率DR007中枢持续低于短期政策利率。银行间市场一定程度上可以反映整个经济流动性的淤积程度。当实体经济需求不振、信用扩张不畅时，大量资金留在银行间市场，导致银行间市场利率下降。因此，此时下调政策利率是为引导贷款利率下调、银行加大信贷投放，使流动性有效传导至实体经济。

图1：5月银行间资金利率低于政策利率

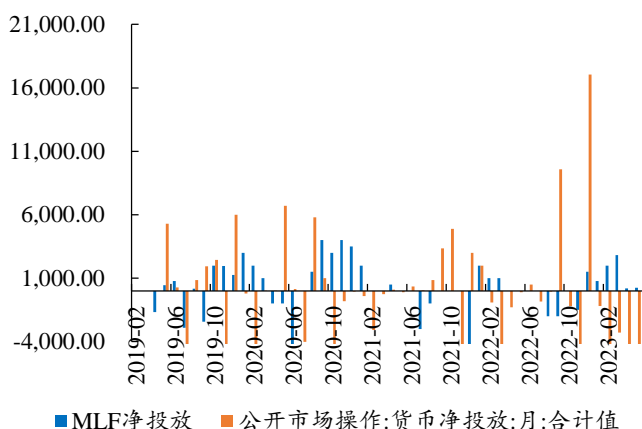


数据来源：Wind、开源证券研究所

综合来看，本次降息的目的主要在于：宽货币推动宽信用，降低实体经济贷款利率。本次调降OMO利率之后，后续有望调降MLF和LPR利率，因此企业中长贷、按揭贷款利率下行将提振基建、制造业、房地产投资，推升实体经济信用扩张。增强信心，稳住经济回升动能。降息体现逆周期调节政策开始发力，从而推动预期回

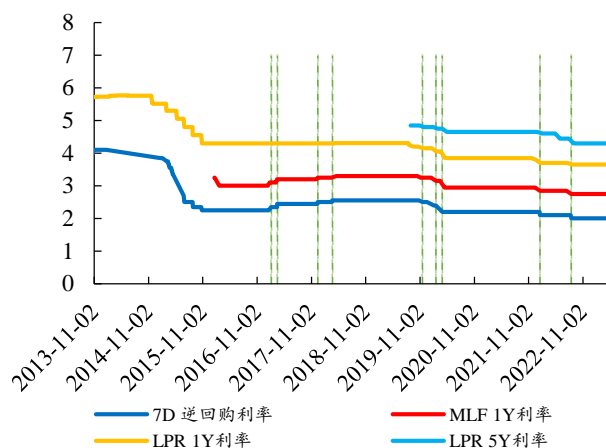
暖，配合其他稳增长政策，将逐步扭转居民和企业部门信心，有利于消费进一步增长带动经济企稳。

图2：4-5月央行公开市场货币净投放较少



数据来源：Wind、开源证券研究所

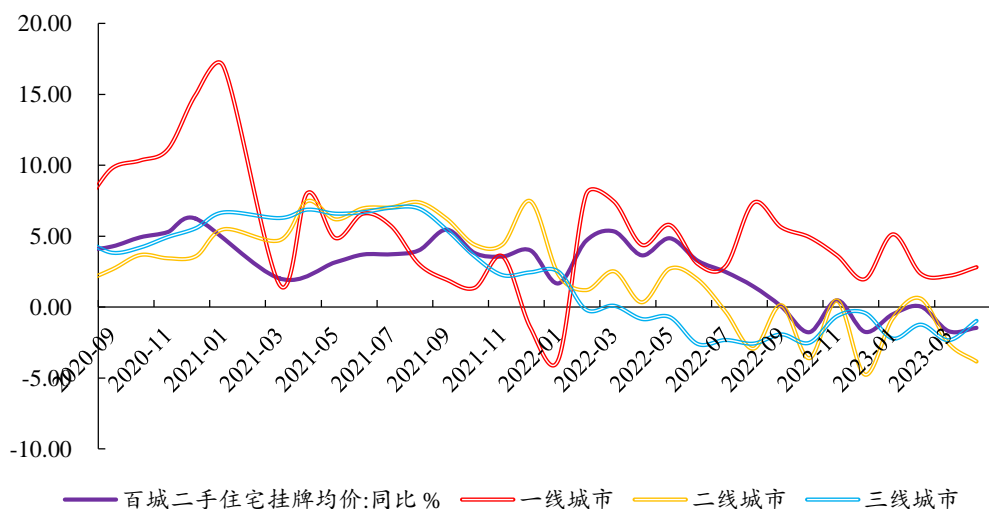
图3：MLF利率一般会跟随OMO利率调降



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、降息的效果和对金融市场影响：提振经济，短期利好股债

经济方面，首先，若后续MLF和LPR跟随下调，对于居民最主要的影响体现在按揭贷款的增长和购房需求的提升，从而拉动地产投资和地产链消费增长。但需要注意，目前制约居民加杠杆的两个主要因素：商品房涨价预期和限购政策还没有实质性的扭转。4月的百城二手房挂牌价均价同比低至-1.46%，其中二线城市下降最快，价格同比仅为-3.8%。除一线城市外的二手房价普遍下跌和持续的下跌预期影响了居民购房倾向。另外，一线和高能级城市的地产限购政策也抑制一部分购房需求。因此，我们认为尽管降息在短期内可能会起到降低贷款利率、拉动地产销售的作用，但效果的充分实现仍需其他地产政策配合。

图4：二手住宅挂牌价同比继续下探


数据来源：Wind、开源证券研究所

降息对于企业的效果或更为明显。企业贷款成本下行，一方面促进企业加强投资，企业基建和制造业中长期贷款将持续增长，拉动实体经济融资需求；另一方面企业利润有望提高。

降息对资本市场的影响：历史回顾表明，股市创业板3个月后大多上涨，债市利率短期内跟随MLF下行（前提是我们判断后续MLF利率也有望下调）。

股市：一般来说，降息作为经济压力较大时期的逆周期调节政策，意味着实体部门贷款成本下降，投资和消费需求回升，企业利润好转，多种因素有利于经济企稳回升，利好股市。我们复盘近10年央行降息（降1Y MLF或7D OMO利率）后股市走势，降息后3个月内创业板大概率上涨，历史上在降息一个月后创业板平均涨幅接近5%。

债市：短期来看，降OMO利率后若MLF跟随下调，会带动债券收益率下行。历史上降低政策利率后一个月内国债收益率大概率下降，但3个月后国债收益率有超过50%的概率会上升。长期来看，考虑基本面的改善，叠加后续其他稳增长政策的出台，我们认为债市收益率可能先下后上。

图5：历史上降低政策利率后短期内利好股债

资产类别	上证综指 涨跌幅 (%)				沪深300 涨跌幅 (%)				创业板 涨跌幅 (%)				10Y国债收益率 (BP)				10Y国开债收益率 (BP)			
	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月
2012-05-03	2.28	-2.43	-5.39	-12.98	2.28	-2.82	-4.92	-12.37	3.07	4.00	5.00	-1.19	0.97	-9.93	-19.85	-25.33	0.57	-16.86	-32.46	-32.64
2012-07-05	0.25	-0.72	-3.11	-5.23	0.19	0.77	-3.15	-5.65	1.85	1.38	-1.71	-4.79	-0.60	-6.91	-2.91	13.82	-0.05	-9.31	0.44	22.25
2013-08-06	3.54	2.22	3.86	4.33	4.76	2.85	2.80	3.78	7.80	-3.26	4.58	3.98	-0.74	20.99	33.97	45.78	-0.46	24.81	45.02	86.18
2015-01-22	0.21	-6.43	-3.42	31.56	-1.01	-5.99	-2.49	32.86	9.94	-1.87	7.61	55.17	-9.43	4.45	-10.31	-4.69	-13.98	-1.99	-19.92	-7.06
2015-03-03	-1.07	0.71	17.25	50.49	-1.64	0.36	17.59	47.15	4.33	4.26	26.18	98.88	4.28	12.06	14.16	18.58	8.49	12.51	35.06	34.16
2015-03-17	6.60	5.38	22.39	44.54	6.72	5.75	22.33	38.97	4.50	10.32	15.28	72.92	2.00	-5.87	1.99	12.53	3.01	3.05	17.07	22.14
2015-03-24	5.38	1.53	19.02	23.98	5.75	1.97	18.36	20.46	10.32	-0.97	15.98	43.93	-5.87	16.42	-3.87	12.13	3.05	32.98	-8.54	18.18
2015-04-14	4.40	3.82	4.19	-3.99	4.18	4.08	4.04	-5.10	0.08	0.28	22.92	4.85	2.24	-21.56	-23.04	-11.97	-6.98	-33.62	-25.53	-12.93
2015-06-25	-5.38	-13.58	-10.09	-30.59	-4.54	-12.72	-11.27	-30.20	-8.51	-17.37	-9.62	-34.30	2.98	1.95	-14.26	-28.48	3.15	1.13	-3.72	-33.82
2015-08-27	-7.85	-2.23	-4.07	6.31	-6.89	0.70	-2.98	6.42	-11.09	-10.91	1.93	27.25	-12.24	-9.00	-9.96	-32.99	-11.46	-2.95	-5.34	-34.69
2015-10-27	0.26	-3.43	0.06	-14.44	0.42	-3.55	-1.00	-12.91	2.10	-5.25	3.34	-15.80	-8.15	10.00	8.03	-12.10	-15.24	6.77	6.57	-28.93
2016-02-19	4.14	-3.25	5.55	-1.86	3.56	-3.39	6.48	0.36	4.45	-8.87	0.72	-7.85	-1.20	3.00	0.54	13.49	5.30	2.83	2.73	22.55
2019-11-05	1.27	-2.57	-3.08	-8.19	2.37	-2.48	-3.08	-7.86	1.58	-2.44	-0.20	4.81	-5.75	0.96	-6.78	-42.23	-3.74	-0.74	-10.04	-44.90
2020-02-17	3.22	1.60	-7.98	-5.69	4.12	1.36	-10.40	-6.21	5.09	5.49	-10.77	-4.64	10.56	-8.08	-21.13	-27.52	8.21	-5.36	-24.17	-36.52
2020-03-30	3.27	2.68	2.74	7.80	4.07	3.37	5.25	11.86	1.83	5.87	9.14	27.52	-1.73	-10.30	-11.33	23.62	-3.99	-9.98	-19.69	14.49
2020-04-15	-0.15	1.17	2.04	21.47	0.45	1.11	3.04	26.58	0.65	3.32	7.42	44.56	6.31	1.12	13.65	46.02	0.52	-0.75	12.06	62.97
2022-01-17	-1.44	-0.50	-2.08	-9.77	-1.58	0.41	-2.90	-12.60	2.41	-3.59	-10.43	-21.53	-1.96	-11.09	-0.61	2.47	-0.37	-17.07	-9.13	-4.42
2022-08-15	1.21	0.05	-1.18	-5.88	0.91	-0.10	-2.87	-9.36	1.60	2.22	-7.90	-12.63	-8.27	-6.57	0.43	17.72	-7.49	-4.24	-1.65	13.74
涨幅	1.12	-0.89	2.04	5.10	1.34	-0.46	1.93	4.79	2.33	-0.97	4.41	15.62	-1.48	-1.02	-2.85	1.16	-1.75	-1.04	-2.29	3.38
胜率	72%	50%	50%	44%	72%	61%	44%	50%	89%	50%	67%	56%	39%	50%	39%	56%	44%	39%	39%	50%

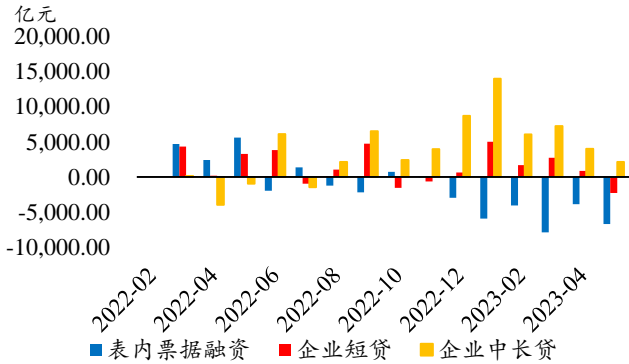
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、5月金融数据：总体偏弱

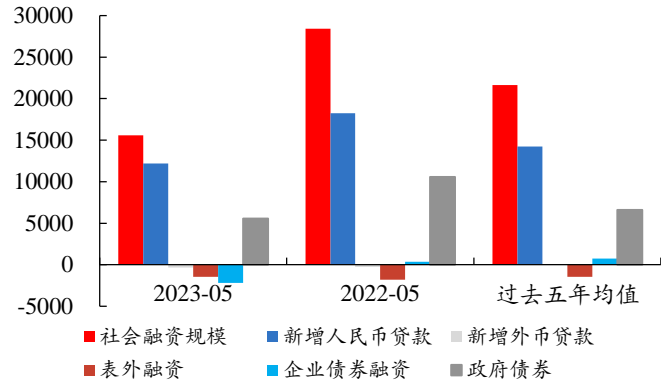
信贷方面，5月新增人民币信贷1.36万亿元，同比少增5300亿元。信贷总量下滑，结构上票据下滑为主要拖累。居民贷款新增3672亿元，同比多增784亿元，同比和环比数据都有改善。但5月居民贷款的同比多增主因2022年同期基数较低，依然难以乐观。与历史比较，居民中长贷较过去五年同期均值仍然少增2063亿元。企业端贷款同比大幅少增，5月新增8558亿元，同比少增6742亿元。结构上看，企业贷款下降主因票据融资同比少增6709亿元。而企业中长贷维持年初以来的韧性，同比多增2147亿元。票据融资的大幅少增或是基数过高和监管新规导致。2023年以来票据融资规模一直控制在较低水平，体现新规对于银行票据冲量的限制加强。

社融方面，5月新增社融总量1.56万亿元，同比少增1.28万亿，社融存量增速降至9.5%。社融的主要拖累项是人民币贷款、政府债券和企业债券。5月政府债券新增5571亿元，同比少增5011亿元。根据wind数据，5月新增专项债发行共约2995亿元，而2022年同期发行规模达到5710亿元。由于2023年专项债提前批规模(2.19万亿)显著高于2022年的1.46万亿，5月接近提前批使用发行的尾声，但2022年5月专项债已开启第二批的发行、5-6月发行节奏较快，因此节奏上的错位导致本次政府债券同比的大幅少增。企业债券为社融的另一个拖累，5月减少2175亿元，同比少增2541亿元。

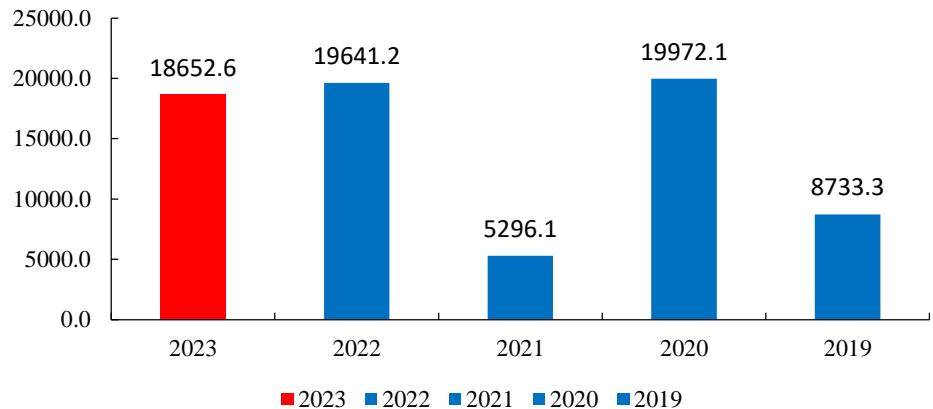
存款方面，M1、M2同比均下降，分别为4.7%和11.6%。企业存款大幅流出，同比少增1.2万亿，反映企业收入或出现下滑。居民存款同比少增，但小幅高于疫情前平均水平。社融-M2剪刀差继续上行至-2.1%，体现实体经济资金空转的情况边际改善。

图6：表内票据大幅少增拖累信贷


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：信贷、企业和政府债券为社融拖累项


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023年1-5月专项债发行规模低于2022年
5月累计地方政府专项债发行规模（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、对后续的判断：降息只是开始，增量政策可期

降息只是开始，增量政策可期。降息体现了在经济复苏出现波折后，决策层对稳增长的高度重视程度提升。我们认为后续稳增长政策还会进一步发力，6-7月逐渐会看到政策变化，密切关注6月国常会和7月底政治局会议。基于近期政策跟踪，我们认为可能的发力方向有：

货币政策方面，根据历史规律，OMO利率的调降一般伴随着1Y MLF的下调，以及多数情况下LPR的下调。因此，我们认为6月MLF利率将会下降10bp。此外，

6月8日国有大行宣布下调存款利率，随后多家股份制银行表示将从6月12日起跟随国有银行下调部分期限的存款利率。我们测算，本次部分银行存款利率下调共为国有银行和股份制银行降低了约671亿元负债成本。因此，综合3月降准、2023年以来降存款利率和本次降OMO利率为银行释放的成本空间，我们认为后续LPR有10bp-15bp的下调空间。此外，降准是常规投放基础货币的方式，降息之后仍可能再降准。

财政政策方面，关注地方存量债务化解、城投化险的实质性举措；与基建相关的政策性金融工具、特别国债等。6月13日，国家发改委等部门发布关于做好2023年降成本重点工作的通知。其中提出和延续针对中小微企业的税收优惠政策，缓解企业人工及原材料成本等。据此推断，后续也可能推出有助于改善居民收入，降低企业成本的其他政策。

地产政策方面，在房住不炒大基调下，一线城市房地产实质性放松较难，但其余高能级城市需求侧仍有望进一步松动。房企融资端松绑政策有望加强落实。

制造业和产业政策方面，根据2023年上半年已出台的产业政策脉络，我们推断政策或将延续支持“卡脖子”领域、高质量发展相关领域，比如AI、半导体、数字经济等。

此外，还要关注多措并举促进消费，例如汽车家电、地方消费券、其他政策等。

5、风险提示

政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn