

2023年06月11日

# 从陆家嘴论坛、存款降息看金融支持实体经济

## 定期报告

### 华金宏观·双循环周报（第13期）

#### 投资要点

- ◆ 本周两大宏观议题：陆家嘴论坛召开，金融监管机构深入探讨金融服务国家经济发展战略的路径；大型商业银行引领、股份制银行跟随下调中长期存款利率。本周周报中，我们结合这两个最新议题和我国中长期经济发展战略和年内宏观经济结构，探讨金融服务实体经济的合理路径以及相应的政策走向。
- ◆ 中国特色现代资本市场建设的长期目标是支持高水平科技自立自强。易会满主席在陆家嘴论坛上突出强调了高水平科技自立自强对中国式现代化的基础性、战略性支撑作用。健全多层次资本市场体系，坚持投融资协调发展、差异化制度安排，有利于有效促进创新资本形成，强化供给创造需求的经济长期高质量发展能力。资本市场差异化制度安排、多层次资本市场体系建设、统一的债券发行制度建设等，都指向更好支持国家重大战略实施和重大项目建设，结合注册制改革、以及对上市公司信息披露制度建设的强化，中国特色估值体系的建设无疑是与中国式现代化的产业结构升级重大战略休戚与共的。而促进投融资动态平衡、持之以恒强化长期投资、价值投资的要求，则很大程度上提醒市场参与者将眼光放在更长期的经济发展战略而不是过度聚焦于短期的政策刺激，这一点对于我们持续深化对中国特色估值体系建设、资本市场建设的理解是很有启发的。
- ◆ 货币信用体系则更关注短期的投资消费需求、以及防控金融风险。与更关注长期发展战略的证监会相比，货币信用体系监管部门则在短期稳定投资消费需求、以及防控金融风险方面表达了更高的短期关注度，对地产需求进一步放松的政策预期没有明确阐述。结合金融监管总局李云泽局长的讲话，并考虑到当前金融体系系统性风险的来源主要是房地产和地方政府隐性债务风险，我们认为对金融风险的持续关注显示出房地产市场“房住不炒、因城施策”的政策大方向仍将持续坚持，短期内不会扭转，从而进一步的、针对一线城市的短期需求刺激政策放松概率较低。
- ◆ 大型银行再降存款利率，主动修复利差接近尾声，下半年或下调 LPR。六家国有大行 6 月 8 日起共同下调定期存款挂牌利率 15BP 左右，部分股份银行跟随下调，存款自律定价机制内银行主动修复利差行动接近尾声。当前宏观经济结构下，存款利率下调、利差修复有两个基本前提：其一是银行资产端信用投放向利率较低的基建投资倾斜；其二是央行增加银行间流动性投放并引导 1Y LPR 以大于 5Y LPR 的幅度下调，目前第一个条件是满足的，第二个条件的必要性日益提升。利率传导的顺序当前尤为重要，需央行首先实施数量工具的增量投放以改善银行间流动性，在此基础上才有下调 LPR 的可能性，并最终传导为银行存款利率的进一步下行和净息差的改善。
- ◆ 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：本周美股、港股涨幅靠前，A 股科创类跌幅较深，除通信、传媒外，银行上涨明显，家电地产情绪修复；美国、中国短期国债利率本周大幅下行，中美十年期利差持续扩大；美元指数小幅回落，人民币小幅贬值；金价、油价小幅下行。
- ◆ 风险提示：稳增长政策力度不及预期。

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001  
zhangzhongjie@huajinsec.com

#### 相关报告

- CPI、PPI 简析（2023.5）-服务 CPI 走弱，货币发力促投资必要性提升 2023.6.9
- 进出口数据点评（2023.5）-出口分化加剧：中低端骤冷，高端优势仍在 2023.6.7
- 华金宏观·双循环周报（第12期）-非理性预期的纠正与供给创造需求 2023.6.3
- 2023 年中全球宏观经济金融展望-山止川行 2023.6.2
- PMI 点评（2023.5）-去库存刚刚开始，基建稳增长是合理选项 2023.5.31



## 内容目录

中国特色现代资本市场建设的长期目标是支持高水平科技自立自强 .....	3
货币信用体系则更关注短期的投资消费需求、以及防控金融风险 .....	4
大型银行再降存款利率，主动修复利差接近尾声，下半年或下调 LPR .....	4
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP） .....	7

## 图表目录

图 1：新增企业中长期贷款及结构（万亿元） .....	5
图 2：R007、DR007 与短期政策利率（%） .....	6
图 3：全球股市：美股、港股涨幅靠前，A 股科创类跌幅较深 .....	7
图 4：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周除通信、传媒外，银行上涨明显，家电地产情绪修复 .....	7
图 5：标普 500 及行业涨幅对比（%）：可选消费、公用事业、能源、工业、金融涨幅靠前 .....	7
图 6：美国国债收益率变动幅度：短期国债利率本周大幅下行 .....	8
图 7：中国国债收益率变动幅度： .....	8
图 8：本周 1Y 国债收益率下行 10BP（%） .....	8
图 9：中美 10Y 利差扩大（%） .....	8
图 10：10Y 国开债与国债利差进一步缩小（%） .....	9
图 11：1Y 信用利差缩小 1BP，3Y 扩大 3BP .....	9
图 12：美联储本周资产规模维持不变（USD bn） .....	9
图 13：主要央行政策利率（%） .....	9
图 14：全球汇率：美元指数小幅回落 .....	9
图 15：人民币本周小幅贬值 .....	9
图 16：金价本周小幅下行 .....	10
图 17：油价继续下调 .....	10
图 18：焦煤价格本周持平，山西优混小幅下行 .....	10
图 19：本周铜价继续小幅回升 .....	10

本周两大宏观议题：陆家嘴论坛召开，金融监管机构深入探讨金融服务国家经济发展战略的路径；大型商业银行引领、股份制银行跟随下调中长期存款利率。本周周报中，我们结合这两个最新议题和我国中长期经济发展战略和年内宏观经济结构，探讨金融服务实体经济的合理路径以及相应的政策走向。

## 中国特色现代资本市场建设的长期目标是支持高水平科技自立自强

易会满主席在陆家嘴论坛上突出强调了高水平科技自立自强对中国式现代化的基础性、战略性支撑作用。易会满主席将其讲话的主题定位为“坚定不移走好中国特色现代资本市场发展之路，更好助力中国式现代化”，这一主题定位明确显示出资本市场为主的直接融资体系对于国家中长期发展战略的重要支持作用。易主席在讲话中将“构建现代化产业体系是中国式现代化的物质技术基础”作为未来资本市场发展的重要前提，与我国二十大报告提出的加快建设新发展格局、推动高质量发展、实现中国式现代化的长期发展战略遥相呼应。从长期经济分析的视角来看，一个经济体的最终发展路径是由供给侧的生产技术水平、资源要素投入规模、各类要素相结合的市场效率提升强度所共同决定的。战后近八十年的全球经济发展历程充分证明，一个经济体想要实现持续较长时间的经济赶超，只有依靠全球在实体供需层面充分竞争的制造业部门的持续高端化升级过程。对于大型经济体而言，不仅需要在较多的先进制造业领域不断积累自主可控的尖端生产技术和知识产权，并且还需要对能源开采、生产设备、消费品制造、流通体系都具有全产业链自主可控能力，才能够真正意义上屹立于世界发达经济体之林，实现全体国民普遍意义上的现代化和生活水平、幸福感的持续擢升。

健全多层次资本市场体系，坚持投融资协调发展、差异化制度安排，有利于有效促进创新资本形成，强化供给创造需求的经济长期高质量发展能力。为什么高水平科技自立自强的长期经济发展战略需要更多来自资本市场的金融资源支持？与商业银行作为信用中介的间接融资体系不同，资本市场所代表的直接融资体系中，投资标的的经营风险主要由投资者直接承担，相应的收益也主要向投资者直接分配。经济体中的中高收入人群存量财富规模相对较大，风险承担能力明显更强，与制造业高端化过程中研发活动所呈现的高风险、高收益特征在资金投融资两方面明显更为契合。纵观当今全球主要经济体，能够在先进制造业领域占据一席之地的大型或小型发达经济体，均有一个发达的、多层次的、偏向高科技企业风险收益特征的资本市场从股票、债券、公募私募基金等各个层面上对其产业体系形成强力的支撑。易会满主席发言指出，资本市场具有独特的风险共担、利益共享机制，更加契合科技创新企业的“迭代快、风险高、轻资产”等特征，能够有效促进创新资本形成，赋能科技成果转化。资本市场差异化制度安排、多层次资本市场体系建设、统一的债券发行制度建设等，都指向更好支持国家重大战略实施和重大项目建设，结合注册制改革、以及对上市公司信息披露制度建设的强化，中国特色估值体系的建设无疑是与中国式现代化的产业结构升级重大战略休戚与共的。

而促进投融资动态平衡、持之以恒强化长期投资、价值投资的要求，则很大程度上提醒市场参与者将眼光放在更长期的经济发展战略而不是过度聚焦于短期的政策刺激，这一点对于我们持续深化对中国特色估值体系建设、资本市场建设的理解是很有启发的。

## 货币信用体系则更关注短期的投资消费需求、以及防控金融风险

与更关注长期发展战略的证监会相比，货币信用体系监管部门则在短期稳定投资消费需求、以及防控金融风险方面表达了更高的短期关注度，对地产需求进一步放松的政策预期没有明确阐述。金融监管总局李云泽局长在发言中首先提出“将紧抓恢复和扩大有效需求这个关键”，一方面“加大新型消费和服务消费金融支持，促进新能源汽车、绿色家电等大宗消费”，另一方面“强化对投资的融资保障”，并明确提到超大特大城市城中村改造、“平急两用”公共基础设施等重大项目建设两个具体的投资重点支持领域，对市场近日讨论较多的房地产政策进一步放松的可能性，李云泽局长讲话中没有明确呼应。其次，讲话中提出抓住新领域新赛道蕴藏的新机遇，对于长期经济转型战略所需的融资结构，提出“持续增加先进制造业、战略性新兴产业、传统产业转型升级等重点领域金融供给，有力支持加快建设现代化产业体系”，显示货币信用体系兼具长短期、供给需求两方面平衡的色彩。去年以来，我国企业中长期贷款投向加速向制造业领域倾斜，至23Q1工业企业中长期贷款余额达到18.95万亿，同比增长31.7%，增速较去年全年上行5.2个百分点，并高出各项贷款余额增速20.6个百分点，提升较快。其三，讲话提出“坚决打好防控金融风险主动仗”，要求“稳慎化解存量风险，坚决遏制增量风险”，考虑到当前金融体系系统性风险的来源主要是房地产和地方政府隐性债务风险，我们认为对金融风险的持续关注显示出房地产市场“房住不炒、因城施策”的政策大方向仍将持续坚持，短期内不会扭转，从而进一步的、针对一线城市的短期需求刺激政策放松概率较低。

## 大型银行再降存款利率，主动修复利差接近尾声，下半年或下调LPR

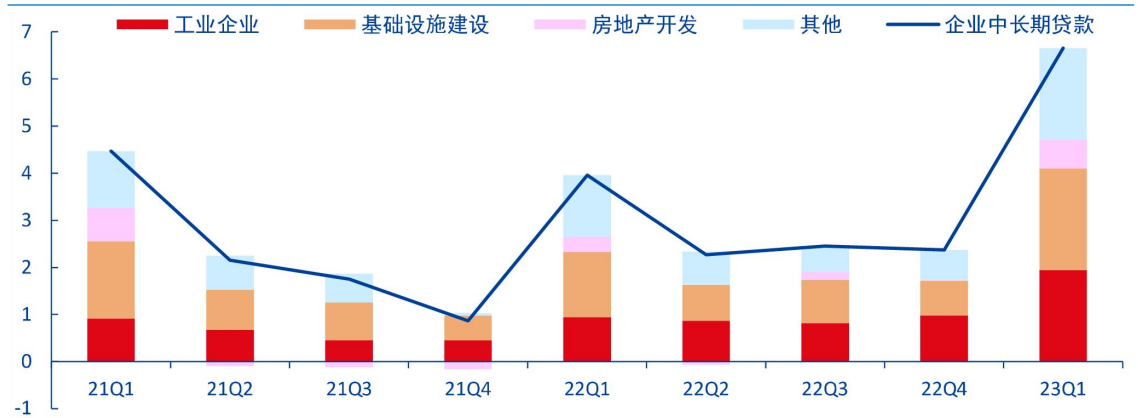
六家国有大行6月8日起共同下调定期存款挂牌利率15BP左右，部分股份银行跟随下调，存款自律定价机制内银行主动修复利差行动接近尾声。据上海证券报等报道，六大国有大型商业银行自6月8日起共同下调各期限存款利率，下调幅度接近，活期存款利率下调5BP左右，两年期定存挂牌利率下调约10BP，三年、五年期定存挂牌利率下调约15BP。部分股份制商业银行也较快进行跟随性的存款利率下调操作。今年春节后，各类商业银行、各类存款产品先后实施了三轮存款利率下调，之前没有明确纳入存款利率自律定价机制的部分中小型商业银行基本全部参考存款利率自律定价机制上限进行利率定价，此前未明确受自律上限约束的协议存款利率实现了集中下调，加上此次六大国有商业银行集中主动下调定期存款利率，大约三个月左右的时间内，商业银行存款利率有一轮幅度比较明显的下调。这一轮存款利率下调对去年因货币政策实施长端政策利率更大幅度下调而导致的银行业普遍净息差收窄问题形成较好的主动修复效果。但考虑到近3个季度LPR维持不变，近日大型商业银行时隔数月再度主动下调定期存款利率，可能标志着在当前存款利率自律定价机制上限不变背景下银行主动修复利差操作的尾声。

当前宏观经济结构下，存款利率下调、利差修复有两个基本前提：其一是银行资产端信用投放向利率较低的基建投资倾斜；其二是央行增加银行间流动性投放并引导1Y LPR以大于5Y LPR的幅度下调，目前第一个条件是满足的，第二个条件的必要性日益提升。LPR改革之后，我国银行业净息差在资产、负债两方面分别与作为政策利率曲线基准的LPR长、短端紧密联系，存量贷款利率较大程度上与5Y LPR挂钩，新增存款利率自律定价机制上限则直接绑定1Y LPR和10Y国债收益率。去年LPR有3轮下调，但期限结构上罕见地出现了5Y LPR下调35BP，



幅度大于 1Y LPR (15BP) 的情形, 这种货币政策操作结构确实能够通过短期压降实体经济中长期融资成本, 对实体投资较快形成促进作用, 但对商业银行而言, 这种操作显然导致了资产端利率下行幅度大于负债端、净息差明显收窄的局面, 令商业银行可持续信用创造能力有所削弱。今年以来, 一方面 LPR 维持不变, 规模庞大的存量贷款利率得以保持稳定, 另一方面 10Y 国债收益率下行幅度相对较大, 为存款利率自律上限的市场化下调提供了基础。而当前 10Y 国债收益率已经行至历史较低水平附近, 后续下行空间相对有限; 另一方面, 中高收入人群财富效应预期尚未修复之前, 今年以来这一群体的消费意愿仍然较弱, 国内消费需求复苏斜率并不陡峭, 凸显出稳定基建投资增长、拉动中低收入人群就业和收入改善的必要性, 一季度企业中长贷大幅高增, 新增达 6.65 万亿, 同比多增的 2.7 万亿中, 窄口径基建投资即多增 0.77 万亿, 公用事业类基建投资的中长贷多增额则包含在 1 万亿左右的工业企业中长贷多增之中, 总体上我们初步估算可能有超过 1 万亿的多增额都流向了基建投资领域, 这种稳增长稳就业的信用扩张结构意味着银行资产端利率水平今年可能仍需小幅下行, 而与此同时, 商业银行也无法再继续压缩已经较窄的净息差, 从而年内引导 LPR 整体下调、1Y LPR 和 MLF 利率下调幅度更大的必要性日益提升。考虑到当前利率水平已经不高、房地产需求侧因城施策放松的政策框架也已经基本成型, 预计年内利率下调的幅度整体较为克制, 我们维持年内 1Y LPR 和 MLF 利率下调 20-30BP, 5Y LPR 下调 10-15BP 的预测不变。

图 1: 新增企业中长期贷款及结构 (万亿元)

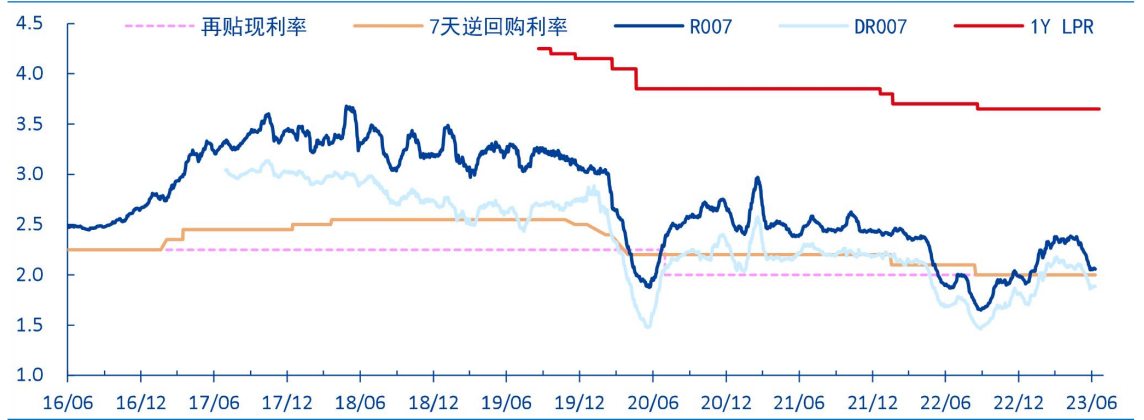


资料来源: Wind, 华金证券研究所

利率传导的顺序当前尤为重要, 需央行首先实施数量工具的增量投放以改善银行间流动性, 在此基础上才有下调 LPR 的可能性, 并最终传导为银行存款利率的进一步下行和净息差的改善。一季度伴随着银行信贷的持续火热投放, R007 大幅上行, 凸显出仅依靠 25BP 的小幅降准实施中长期流动性投放是远远不够的。4-5 月 R007 又出现一轮回落, 一方面显示信贷投放靠前发力, 居民加杠杆意愿尚未形成, 可能直至 5 月信贷投放情况都比一季度有所降温, 但另一方面回落之后的 R007 仍然在 1.9% 上下, 与当前的 7 天逆回购利率水平仍是比较接近的, 并且明显高于去年下半年时的中枢。6 月是季末信贷投放大月, 近日 R007 已经企稳, 月内可能有所反弹, 我们期待央行在美联储 FOMC 会后 (预计本次会议暂停加息) 再度实施 25BP 的全面降准以改善银行间流动性, 在此基础上, 期待下半年逐步有序开展中长期流动性投放支持下的小幅降息操作。

**风险提示:** 稳增长政策力度不及预期。

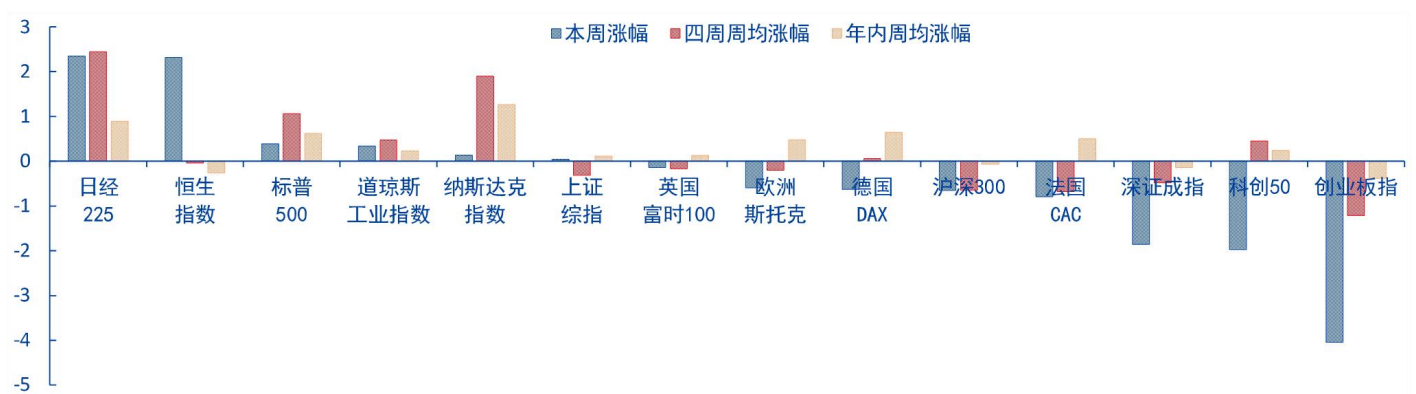
图 2: R007、DR007 与短期政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

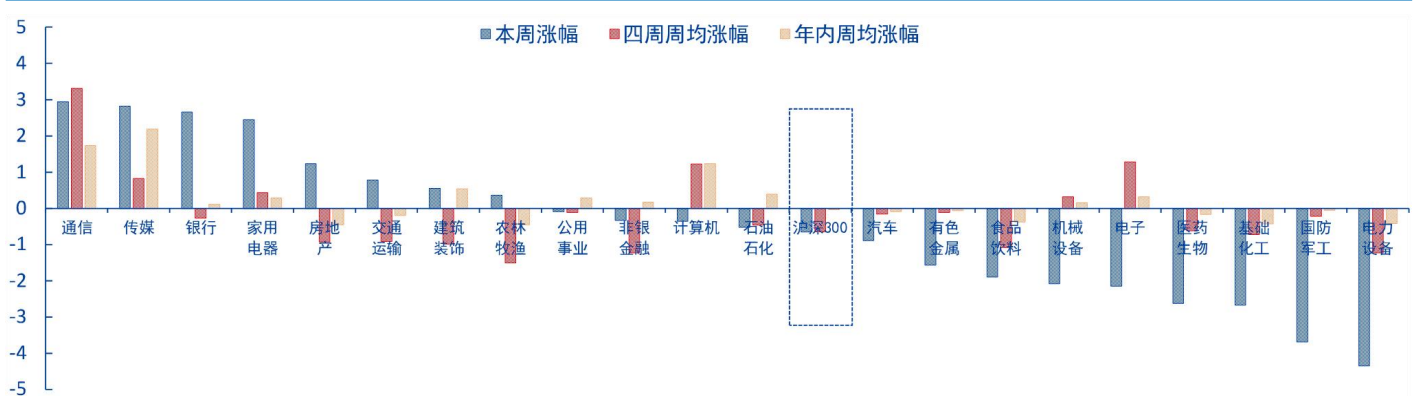
## 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 3: 全球股市: 美股、港股涨幅靠前, A 股科创类跌幅较深



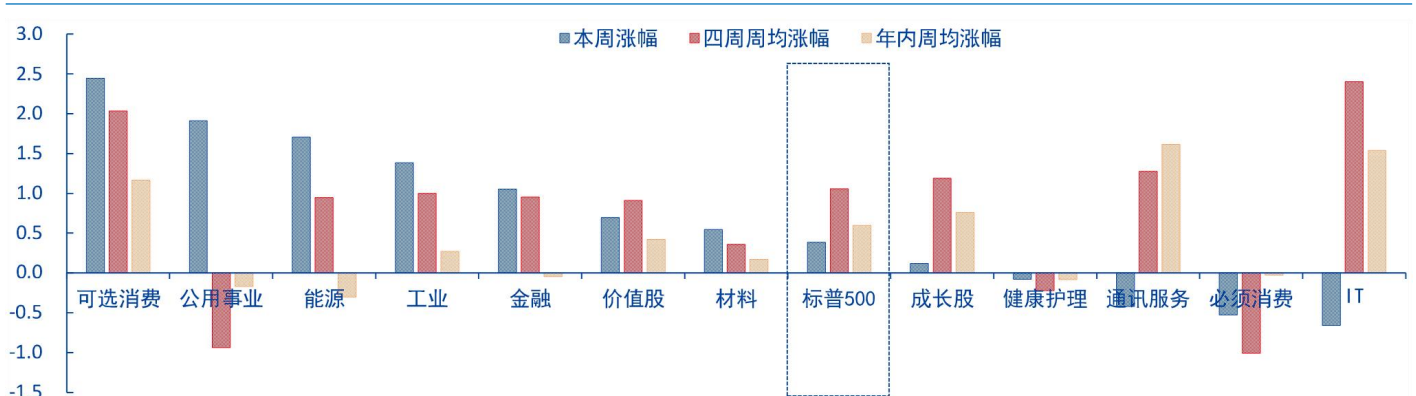
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周除通信、传媒外, 银行上涨明显, 家电地产情绪修复



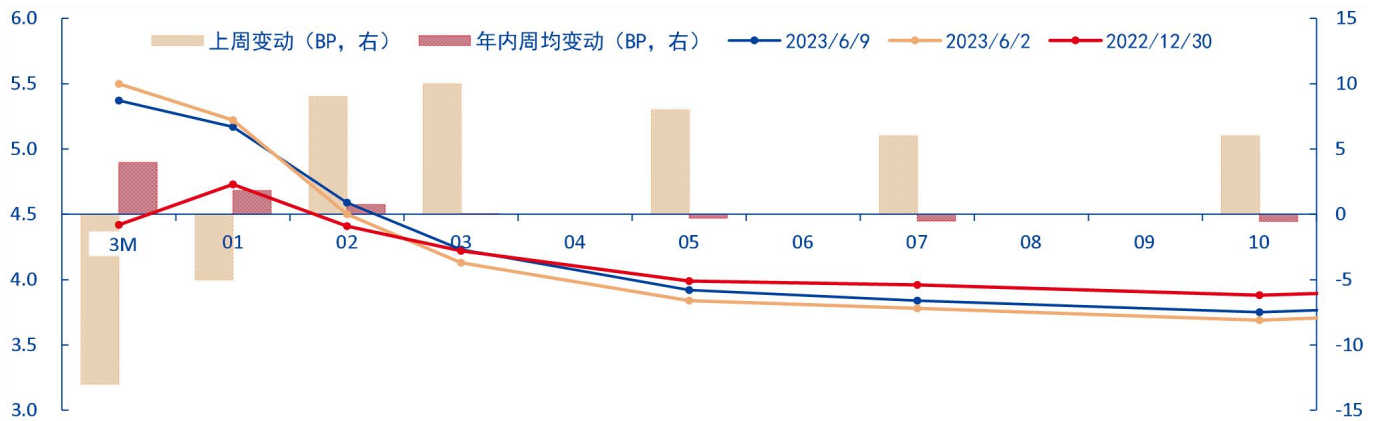
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 可选消费、公用事业、能源、工业、金融涨幅靠前



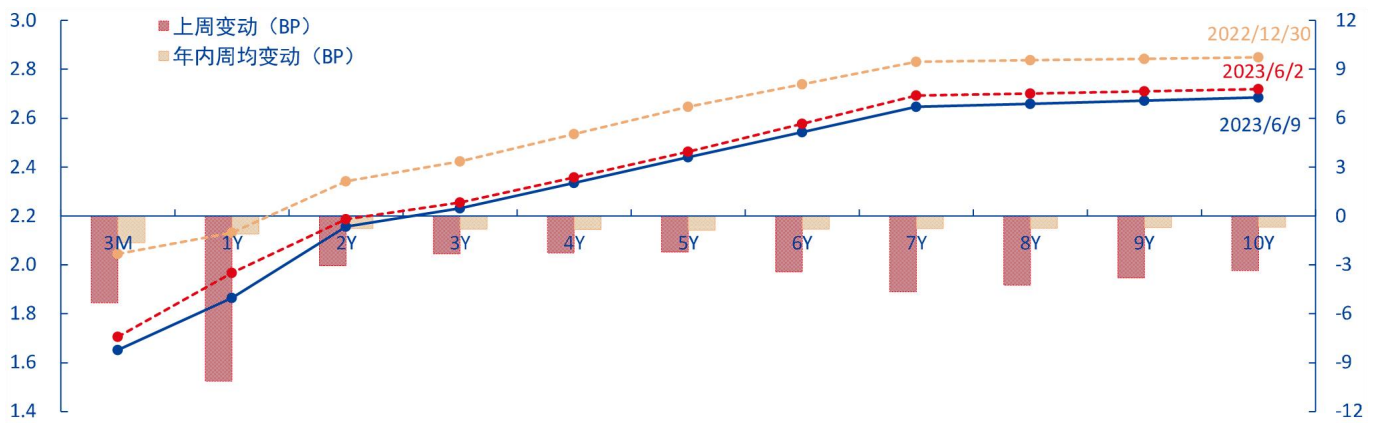
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6：美国国债收益率变动幅度：短期国债利率本周大幅下行



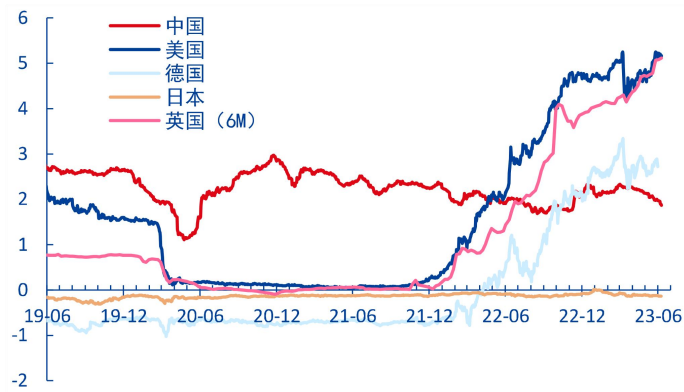
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：中国国债收益率变动幅度：



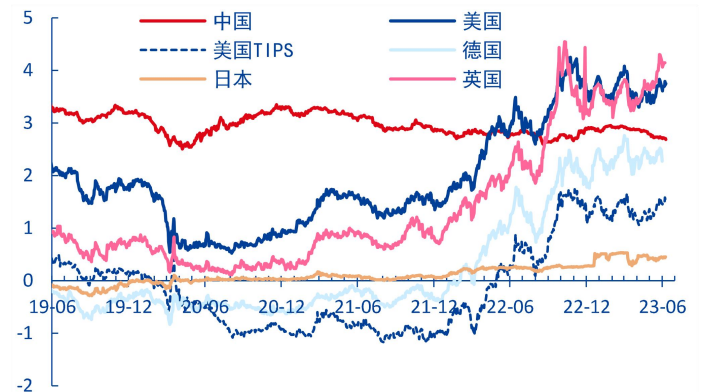
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：本周 1Y 国债收益率下行 10BP（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：中美 10Y 利差扩大（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所



图 10: 10Y 国开债与国债利差进一步缩小 (%)



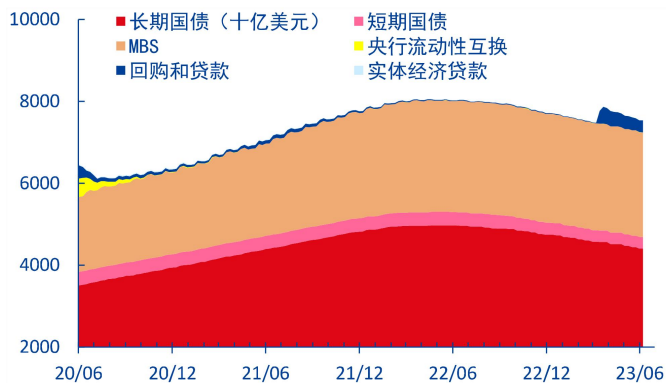
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 1Y 信用利差缩小 1BP, 3Y 扩大 3BP



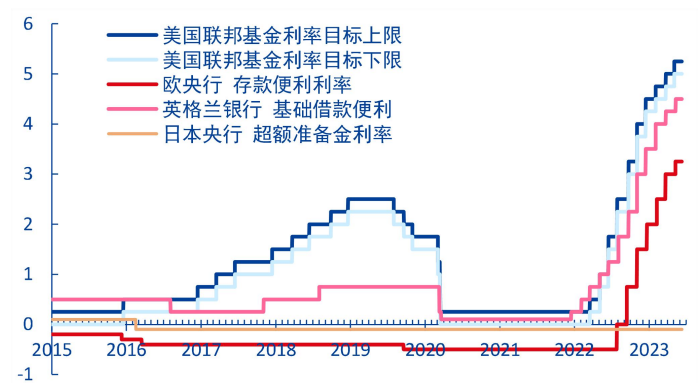
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 美联储本周资产规模维持不变 (USD bn)



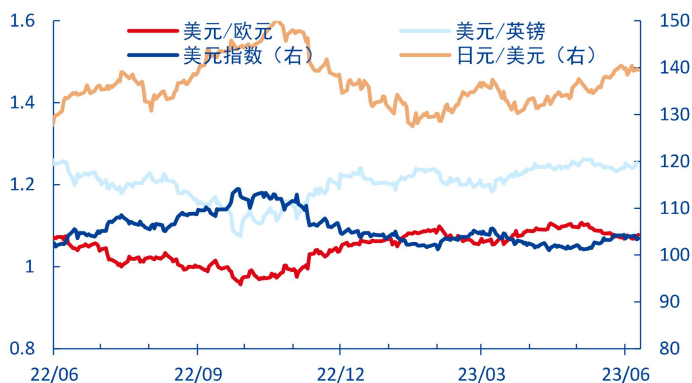
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 全球汇率: 美元指数小幅回落



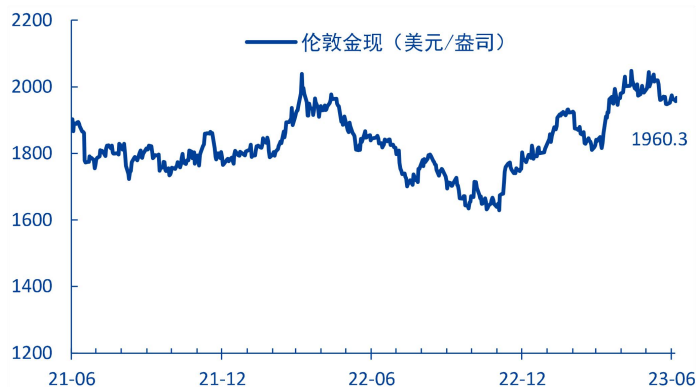
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 人民币本周小幅贬值



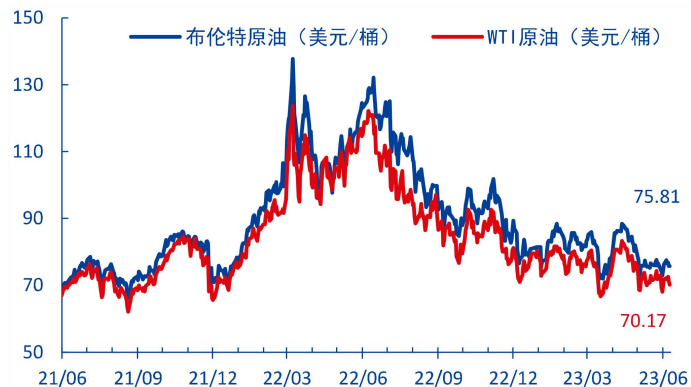
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 金价本周小幅下行



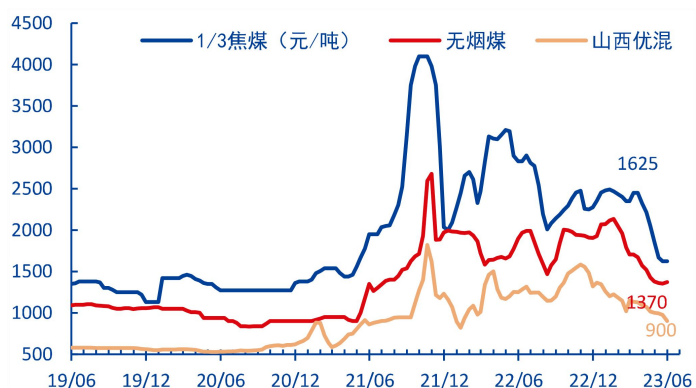
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 油价继续下调



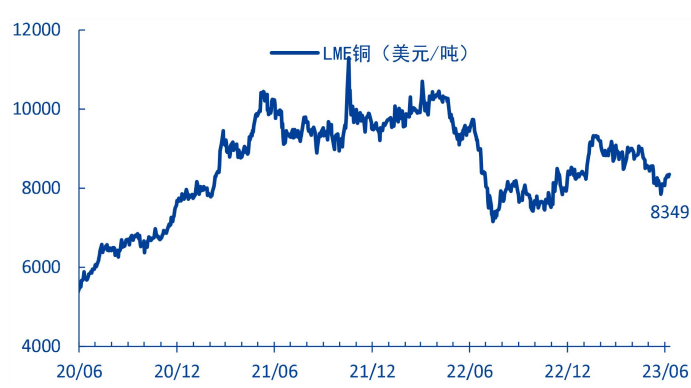
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 焦煤价格本周持平, 山西优混小幅下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 本周铜价继续小幅回升



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)