



分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

近期市场对实体数据钝化，交易主线落到了政策预期博弈。周三国有大行启动新一轮存款利率下调，股份制银行跟进。市场随机交易 LPR 以及 MLF 利率调降，股票、债券和大宗均迎来涨价，市场完成了一波货币宽松预期交易。

银行下调存款利率，只为缓解银行净息差压力，还是说预示了新一轮降息开启？目前市场对此存在分歧。分歧主要缘自两点观点差异，第一，降息是否会加重人民币贬值压力；第二，有效需求不足情景之下，降息实际效果是否有限。

假如降息，人民币汇率贬值压力如何化解？

汇率能否成为货币宽松的决定因素，我们不妨先看事实。历史上人民币汇率贬值较快时期，往往都对应降息。甚至人民币贬值越急，当时降息动作偏快，降息幅度也偏大。典型时期例如 2014 年-2015 年，2022 年。

历史经验数据证明一点，汇率不是货币宽松的决定因素。

人民币汇率走贬原因众多，归根结底与国内增长预期有关。当国内增长疲弱，货币未能及时调适，汇率贬值压力短期或无法消解。

逻辑上我们不难得到结论，汇率贬值时期货币有必要宽松，降息往往是有利选择。

虽然汇率不构成货币松紧的决定因素，但从以往的经验来看，人民币汇率交易进入到关键点位博弈，例如人民币汇率交易已经来到了 7.0、7.2、7.3 这些关键点，则降息会选择避开这些关键点位的交易博弈期，以免引发短期内交易情绪宣泄。

综上，人民币汇率贬值时期反而有必要开展降息等货币宽松操作。只不过降息时间窗口选择上，尽量避开汇率交易关键点位。

假如降息，有效需求不足能否因此改善？

目前中国经济面临有效需求不足，对此市场达成一致共识。紧接着的问题是，降息能从根源上解决有效需求不足么？

以往中国常见的周期是库存周期。库存周期时间跨度短（3-4 年一周期），周期波动伴随着当期生产、消费、投资等变量起伏；库存周期中资产负债表稳定。

有效需求不足落在库存周期讨论范畴之外。有效需求不足意味着私人部门不仅面临当期收入、消费、生产、盈利走弱，私人部门还面临存量债务偿付压力。

区别于库存周期下行阶段，有效需求不足对应缩表压力且风险偏好收缩。

今年居民部门提前还贷并大量持有存款。提前还贷是居民缩表选择；存款利率低，收益不高。故而居民偏好持有现金，体现居民风险偏好收敛。

打破有效需求不足，降息等货币宽松不能解决根本问题。但在有效需求不足大环境下，降息有助于维持债务偿付比（债务付息支出/当期收入），进而稳定资产负债表。可见降息可延缓缩表节奏，为后续的需求扩张政策赢得时间缓冲。

假如降息，未来有望跟进哪些有效政策？

可以有三类政策针对有效需求不足。一是缓解缩表压力。具体操作有降息、地方债务风险控制。二是提振预期。重点操作在于稳定风险资产价格。三是改善就业，根本上改善企业生产、经营的压力，以及居民消费和收入压力。

按此框架推演，未来可以期待四类政策：（1）不止一次降息（MLF、LPR 等利率调降）。（2）地方债务风险化解。政策重点是拉长债务久期、降低负债利率、地方资产盘活。（3）稳定房地产为代表的风险资产价格。（4）稳定民营及外资企业营商环境，修复民营外资企业的生产和投融资信心。

风险提示：内需扩张政策不及预期；海外衰退超预期。

相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：政策博弈延续-2023/06/10
- 2.2023年5月出口数据点评：出口转负的意义-2023/06/08
- 3.宏观事件点评：重要的是地产周期-2023/06/07
- 4.宏观专题研究：房票重启，约束和破局-2023/06/06
- 5.全球大类资产跟踪周报：政策带动情绪反转-2023/06/04

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026