

降息，还是不降息？

宏观利率周报（2023-06-12）

摘要

6月15日如果降息，债市会如何？

历史上2010年以来，6月降息只在2012年6月和2015年6月发生过，而这两次分别有欧债危机和金融市场大幅波动两个事件性冲击的背景，所以历史对比而言，6月降息概率并不高。

如果降息，建议对比参考2012和2015以及2022年两次降息后的债市走势。

总体上降息当日十年国债和十年国开会有显著下行，从月内小波段而言，降息政策落地会带来十年国债10-15BP，十年国开15-20BP的下行幅度，但一般随后都会有所调整。

毕竟降息只是进一步稳增长组合拳的举措之一，参考去年，票据利率走势会提供较好参考，一般降息后叠加其他政策组合运用，票据利率会有所回升，由此带来市场交易情绪变化，利率先下后上，逐步演绎利好出尽的可能性较高。

近期票据利率怎么看？

最近票据利率连续小幅走高，历史观察一般对应信贷投放相对积极，考虑到目前的宏观形势，无法对信贷做过于乐观的估计，但是相对4月，5月信贷以及6月有一定改善提升的可能性较高。

6月初资金面没有预期的宽松？

6月初相比5月初，资金利率没有更宽松，原因可能有二：其一，5月以来信贷投放较4月有改善，带来超储消耗有所增加；其二，5月以来人民币贬值压力上升，资金利率可能受到内外均衡的影响。

存款利率调降对债市影响怎么看？

4月存款利率是补降，6月是整体调降，事后看，与利率自律机制引导下的存款利率报价调整逻辑基本一致，存款利率下调是在LPR下调或者债市利率下行之后，所以，本次调整是对前期市场的跟随，而非引导。

后续还会进一步引导存款利率报价下调或者降存款基准利率吗？逻辑上仍有可能，但是实务操作角度空间较窄。

降低存款利率对于稳定银行息差、以及促进经济的作用还需要进一步观察，居民部门存款定期化和不断加久期，本币存款向外币转移的趋势有可能反向加强，所以，债市不宜高估存款利率调整的影响。

现阶段，对于债市，宏观走弱，通胀持续疲软，大概率会延续宽松交易，但是关键政策信号可能还是要等待7月政治局会议，在会议靴子落地前，我们预计，市场可能还会继续在交易趋势和交易变化间反复拉锯。

风险提示：海内外疫情扩散超预期，国内经济增速超预期，国内外宏观政策转向超预期。

作者

孙彬彬 分析师
SAC执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

廖翊杰 联系人
liaoyijie@tfzq.com

近期报告

- 《固定收益：REITs跌到底了吗？-信用债市场周报（2023-6-11）》 2023-06-11
- 《固定收益：电厂日耗大幅改善-工业生产高频跟踪》 2023-06-11
- 《固定收益：城投债：各等级利差均上行-城投债利差动态跟踪（2023-06-09）》 2023-06-11

内容目录

1. 6月如果降息，债市会如何？	4
1.1. 2012年降息带动十年国债和十年国开分别下行14BP和20BP	4
1.2. 2015年降息带动十年国债和十年国开分别下行17.7BP和21.5BP	4
1.3. 2022年1月降息带动十年国债和十年国开分别下行11.8BP和17.3BP	5
1.4. 2022年8月降息带动十年国债和十年国开分别下行15BP和12BP	6
2. 怎么看当前市场降息预期和政策行为选择？	6
2.1. 市场为何期待降息？	6
2.2. 为什么年初以来央行没有降息？	8
2.3. 市场与政策端的分歧可能在哪儿？	9
3. 存款利率报价下调是否能进一步带动利率下行？	11
3.1. 如何看待此次存款利率报价调降后市场反映？	11
3.2. 该怎么看待存款利率报价调整和债市关系？	11
3.3. 存款基准利率是否有调降可能？	12
3.4. 存款利率调降以后会发生什么？	14
4. 近期票据利率走高怎么看？	15
5. 月初资金面为什么没有更宽松？	16
6. 小结	18
7. 本周债市回顾	19

图表目录

图 1: 2012年6-7月降息前后长端利率表现 (%)	4
图 2: 2015年6月降息前后长端国债与信贷增速 (%)	4
图 3: 2015年6月降息前后长端国债 (%)	5
图 4: 2015年6月降息前后上证综指 (%)	5
图 5: 2022年1月降息前后长端国债 (%)	5
图 6: 2022年1月降息前后票据利率与社融增速 (%)	5
图 7: 2022年8月降息前后长端国债 (%)	6
图 8: 2022年8月降息前后票据利率与社融增速 (%)	6
图 9: 石油沥青开工率	7
图 10: 30大中城市: 三线城市商品房成交面积	7
图 11: 螺纹钢表观消费量	7
图 12: 出口同比 (%)	7
图 13: CPI同比与核心CPI同比 (%)	8
图 14: PPI同比 (%)	8
图 15: 实际利率近似: 定期存款利率1年(整存整取)减CPI同比 (%)	8
图 16: 实际利率近似: 贷款加权平均利率减PPI同比 (%)	8
图 17: 票据利率与央行降息 (%)	9

图 18: 人民币汇率与央行降息	9
图 19: 金融机构人民币贷款加权平均利率 (%)	10
图 20: 十年国债、1 年 LPR 与存款利率下调 (%)	11
图 21: 一年期存款基准利率与 CPI (%)	13
图 22: 居民存款与外汇存款当月新增 (亿元)	14
图 23: 中国香港银行外币存款当月新增 (亿港元)	14
图 24: 日本贴现率与零售同比 (%)	14
图 25: 欧元区政策利率与销售同比 (%)	14
图 26: 日经 225 指数与土地价格同比 (%)	15
图 27: 法兰克福 DAX 指数与房价同比 (%)	15
图 28: 票据利率 (%)	15
图 29: 2022 年 8 月以来企业中长贷呈现“小月不弱、大月更强”的特征	15
图 30: R001 季节性	16
图 31: DR007 季节性	16
图 32: 地方债净融资 (亿元)	16
图 33: 央行净投放 (亿元)	16
图 34: 人民币汇率与 R001 (%)	17
图 35: 央行短期政策利率与利率走廊 (%)	17
图 36: 一周债市收益率走势	19
图 37: 信用利差和等级利差	19
图 38: 国债收益率曲线	19
图 39: 国开收益率曲线	19

周五债市再度交易降息，该如何看待这一问题？

1. 6月如果降息，债市会如何？

首先，历史上看，2010年以来，央行曾两次在6月降息（存贷款基准利率），但均发生在2016年前。2016年后，央行还没有在6月降息（OMO7天与1年MLF）的先例。

1.1. 2012年降息带动十年国债和十年国开分别下行14BP和20BP

2012年，国内数据显著走弱，欧债危机蔓延，央行分别于6月8日、7月6日两次下调金融机构人民币存贷款基准利率¹，

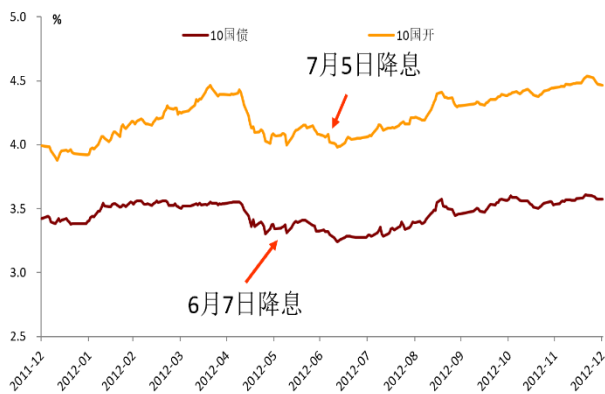
2012年6-7月的两次降息，在降息后一个交易日内，十年国债分别下行7BP和2BP，十年国开分别下行8BP和6BP。

6月7日降息，公布的5月信贷数据改善后，十年国债反弹。

7月5日降息，利率下行至7月11日见底，幅度为10BP。2012年7月12日公布的6月社融数据开始明显上行，由此确认5月社融见底，宽信用最终确立，叠加基建投资明显改善，经济回暖预期逐步推升利率上行。

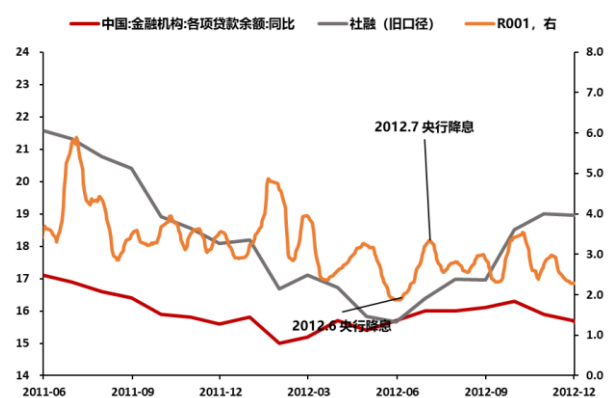
两次降息，一共带动十年国债和十年国开分别下行14BP和20BP。

图 1：2012 年 6-7 月降息前后长端利率表现（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 2：2015 年 6 月降息前后长端国债与信贷增速（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

1.2. 2015 年降息带动十年国债和十年国开分别下行 17.7BP 和 21.5BP

2015 年权益市场大幅波动，6 月 27 日下午 5 点央行宣布降准降息²³。

2015 年 6 月中旬，股市大幅调整，为安抚市场“向市场提供充足流动性、促进经济平稳健康发展”，6 月 25 日央行重启逆回购、6 月 27 日央行宣布定向降准与降息。

在此期间，债市反应较为滞后，直到 7 月 3 日才有所反应，后续货币政策宽松与资金面转松，债市利率开始下行。在股市企稳回升后利率也有相应上行。

降息后一个交易日，十年国债和十年国开分别较上一个交易日下行 0.5BP 和 0.9BP。

至 7 月 8 日带动十年国债和十年国开分别下行 17.7BP 与 21.5BP。

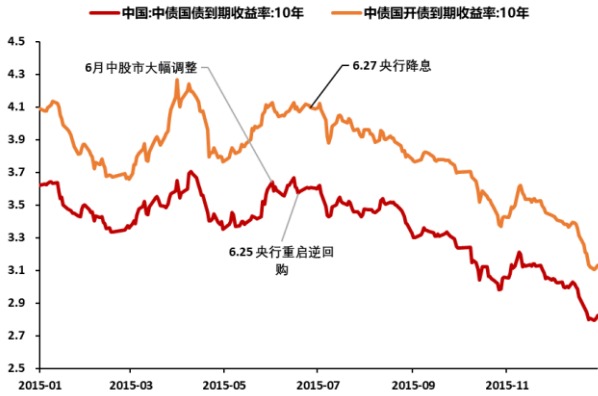
1

http://www.pbc.gov.cn/eportal/fileDir/image_public/UserFiles/goutongjiaoliu/upload/File/2012%E5%B9%B4%E7%AC%AC%E4%BA%8C%E5%AD%A3%E5%BA%A6%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E8%B4%A7%E5%B8%81%E6%94%BF%E7%AD%96%E6%89%A7%E8%A1%8C%E6%8A%A5%E5%91%8A.pdf

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2876976/index.html>

³ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/2161441/2926066/2015081010063854823.pdf>

图 3：2015 年 6 月降息前后长端国债 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 4：2015 年 6 月降息前后上证综指 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

其次，我们回顾 2021 年 7 月降准开启本轮宽松周期以来，两次降息后债市怎么走？

1.3. 2022 年 1 月降息带动十年国债和十年国开分别下行 11.8BP 和 17.3BP

2022 年 1 月 17 日，2021 年末中央经济工作会议定调稳增长，随后央行按照党中央、国务院部署，充足发力、精准发力、靠前发力，央行降息，十年国债先下后上。

12 月 30 日易纲行长就三个“稳”增强服务实体经济能力答记者问⁴，这个过程中市场降息预期并不高。

1 月 17 日降 MLF 利率，十年国债下行 11BP，十年国开下行 17BP，1 月 24 日开始票据利率回升，长端利率对应回升，其后 1 月社融数据超预期，带动利率上行。

降息后一个交易日，十年国债和十年国开分别较上一个交易日下行 4.5BP 和 5.6BP。

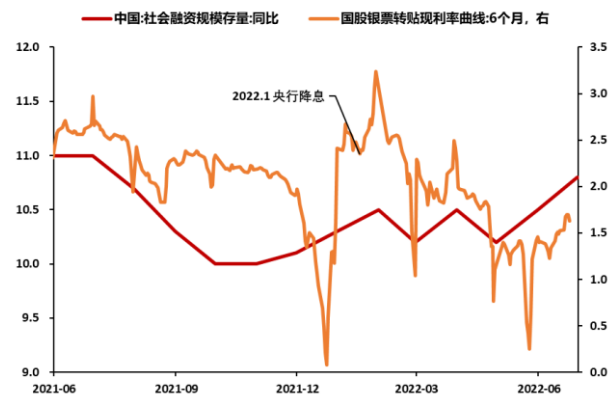
至 1 月 24 日带动十年国债和十年国开分别下行 11.8BP 与 17.3BP。

图 5：2022 年 1 月降息前后长端国债 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 6：2022 年 1 月降息前后票据利率与社融增速 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

⁴ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4436231/index.html>

1.4. 2022 年 8 月降息带动十年国债和十年国开分别下行 15BP 和 12BP

2022 年 8 月 15 日，稳增长压力进一步增大，与此同时，政策对经济增长仍有诉求，降息提振信贷需求，提升市场预期，助力稳定宏观经济大盘，十年国债先下后上⁵。

8 月降息落地后，市场利率快速下行，但到 8 月 18 日，利率见底开始回升。一方面，8 月 18 日持续下挫的国股票据利率见底，另一方面，一系列增量政策开始出台、落地。8 月 16 日发改委新闻发布会表示“组织地方报送了第三批专项债券项目；用好用足政策性开发性金融工具支持重大项目建设，推动项目尽快落地实施，争取形成更多实物工作量”，8 月 16 日李克强主持召开经济大省政府主要负责人经济形势座谈会，8 月 19 日财政部将研究指导地方用足用好专项债务限额，8 月 19 日多部门出台措施通过政策性银行专项借款支持保交楼，8 月 22 日央行召开信贷形势分析会，8 月 24 日国常会追加 3000 亿元以上专项金融工具、用好 5000 亿元专项债限额空间、降低个人消费贷成本、支持中央电力企业发债、并向地方派出稳经济督导组。

降息后一个交易日，十年国债和十年国开分别较上一个交易日下行 3.2BP 和 3.3BP。

至 8 月 8 日带动十年国债和十年国开分别下行 15BP 与 12BP。

图 7：2022 年 8 月降息前后长端国债（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 8：2022 年 8 月降息前后票据利率与社融增速（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

2. 怎么看当前市场降息预期和政策行为选择？

2.1. 市场为何期待降息？

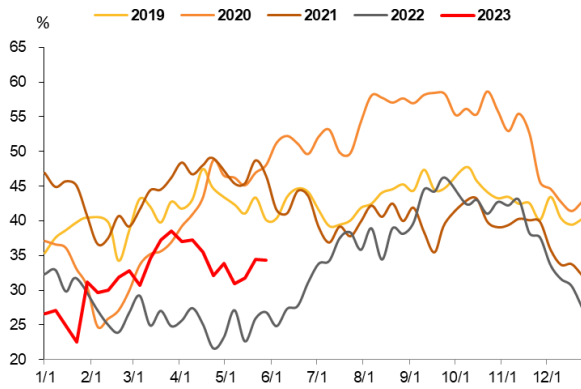
第一，6 月已过一旬，基本面仍然偏弱，稳增长要求加大逆周期力度。

高频数据观察，工业生产方面，以石油沥青开工率为例，仍明显弱于季节性水平，且相较于 4 月仍是回落态势。螺纹钢表观消费量与三线城市商品房成交面积从 4 月初持续回落，已经跌落至 2022 年水平。同时，出口大幅回落，意味着外需支撑也并不强。

全年稳增长目标压力加大，市场自然期待降息。

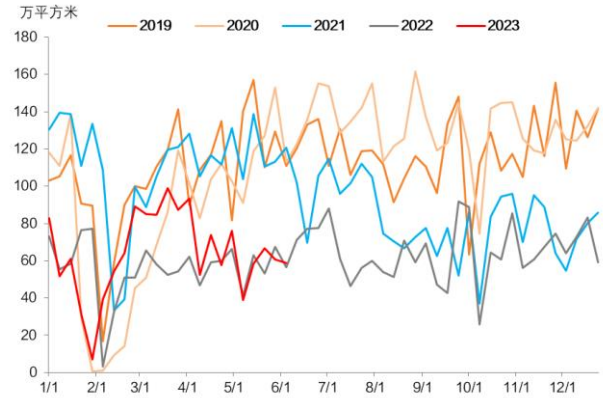
⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4650959/index.html>

图 9：石油沥青开工率



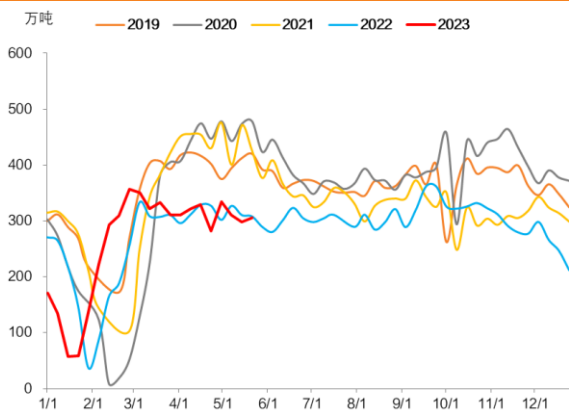
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 10：30 大中城市：三线城市商品房成交面积



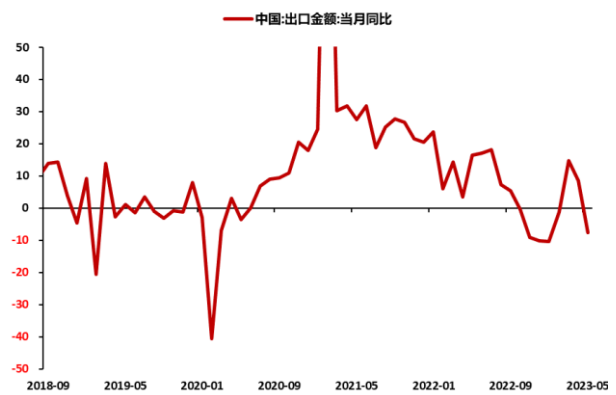
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 11：螺纹钢表观消费量



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 12：出口同比 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

第二，逆全球化叠加资产负债表衰退，通胀持续疲软，实际利率被动上升。

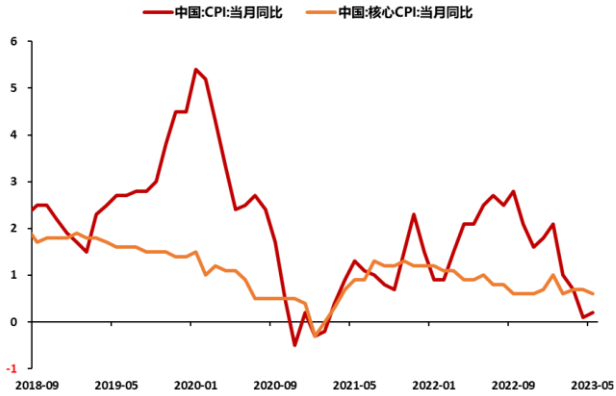
实际利率通常表示为名义利率减去通胀率⁶，我们以 1 年国债减去 CPI 同比近似表示。易纲行长在 PII 的发言中则使用银行贷款利率减去通货膨胀率表示⁷，我们以贷款平均加权利率减去 PPI 同比近似表示。

今年以来通胀持续疲软，PPI 和 CPI 不断下行。

⁶ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4351958/index.html>

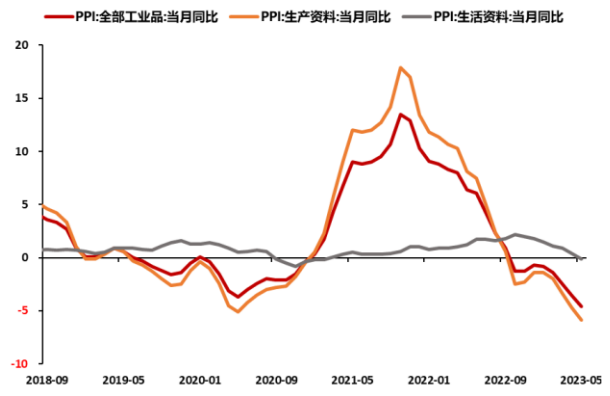
⁷ <https://www.21jingji.com/article/20230516/herald/1b29153384f57d5e09cbe5fd4357d517.html>

图 13: CPI 同比与核心 CPI 同比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

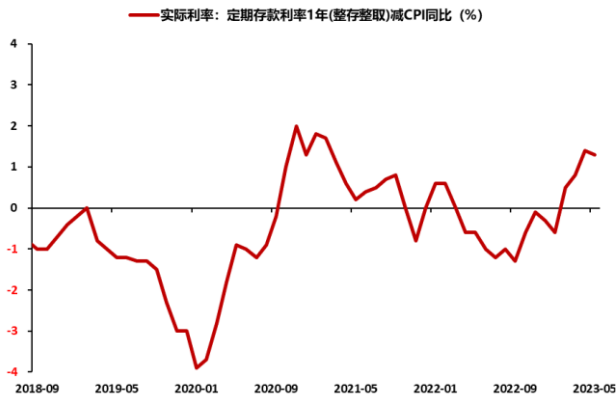
图 14: PPI 同比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

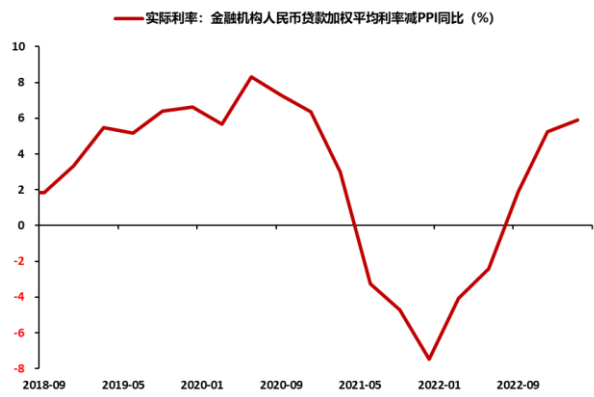
而名义利率调整相对缓慢,由此带来实际利率被动显著走高,在资产负债表承压的背景下,市场开始期待降息。

图 15: 实际利率近似: 定期存款利率 1 年(整存整取)减 CPI 同比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 16: 实际利率近似: 贷款加权平均利率减 PPI 同比 (%)



资料来源: WIND、天风证券研究所

2.2. 为什么年初以来央行没有降息?

第一, 政治局会议对于政策方向的指示意义更加显著, 央行降息通常发生在政治局会议后, 前提是政策明确预期转弱。

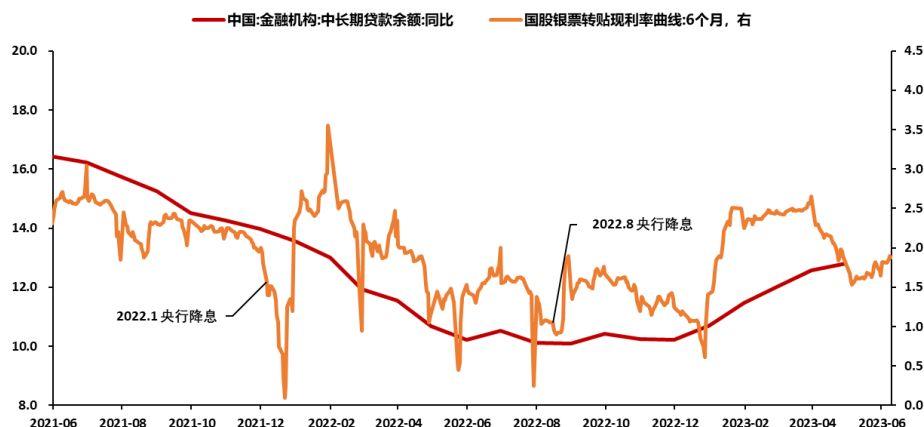
政策端可能不会像市场对数据关注那么高频, 大概率是以季度为单位。

4 月 28 日政治局会议对货币政策的定调是“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解”⁸。我们评估, 这在政策语境中, 指代的可能就是降息概率较低。

⁸ https://www.gov.cn/yaowen/2023-04/28/content_5753652.htm

第二，2022 年央行两次降息都发生在票据利率大幅走低后，实际对应的是中长期贷款余额同比增速明显回落。

图 17：票据利率与央行降息（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

第三，从内外均衡的角度考虑，在人民币汇率贬值压力较大时，央行会避免使用信号意义过强的工具。2019 年以来，当人民币汇率明显破 7 向上时，央行还没有过降息先例。

图 18：人民币汇率与央行降息



资料来源：WIND、天风证券研究所

以上三点就是我们所分析的，年初以来为什么央行没有降政策利率的原因。

2.3. 市场与政策端的分歧可能在哪？

第一，政策端可能更关注中长期和全局性问题，而市场更关注当下的经济问题，侧重点有所不同。

“跨周期调节政策考虑的不再只是短期，而是中期甚至中长期，这意味着跨周期调节框架下政策放松时不会过松，收紧时不过紧。”

——中国政府网挂网新闻《宏观政策跨周期调节怎样实施》⁹

⁹ http://www.gov.cn/xinwen/2021-08/09/content_5630232.htm。

“我当时说，新班子起来了，一定要注意啊，不要有大干快上的冲动，也就是不能不按规律办事，急功近利、急于出成绩。要把这种浮躁心理、急躁心态都压下来，扎扎实实、踏踏实实地搞现代化建设。要加强各领域党建工作，深入开展学习贯彻新时代中国特色社会主义思想主题教育。主题教育要结合实际，要坚持问题导向。有什么问题短板，就按照新时代中国特色社会主义思想指导来解决。”

——习近平总书记两会“下团组”¹⁰

第二，市场对降息的期待是降低政策利率。政策端关注则在于降低实体经济综合融资成本，关注点不同。

“下一步观察利率要有两个角度。一个角度是看实际的贷款利率变化，也就是说直接看结果，看看是什么就可以了。2021年以来，人民银行通过持续优化LPR改革，畅通货币政策传导，增强信贷市场竞争性，有效推动实际贷款利率在上年大幅度下降的基础上继续稳中

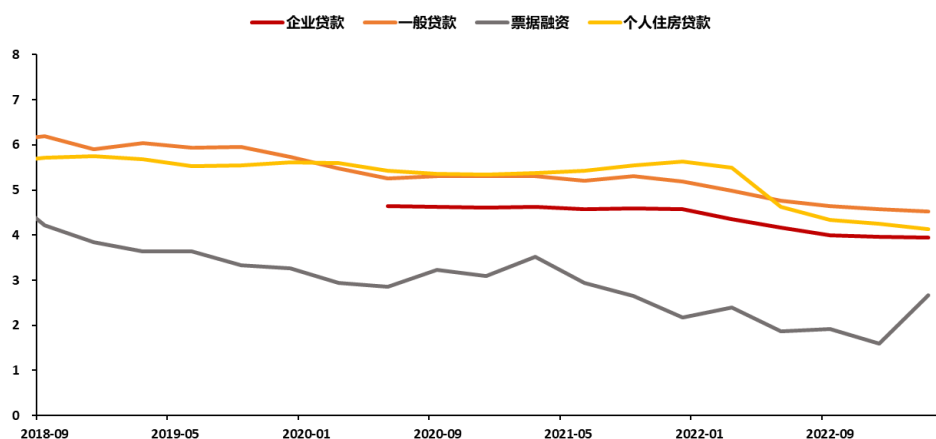
有降，2021年全年企业贷款利率为4.61%，是改革开放四十多年来的最低水平。”

——国务院新闻办公室就2021年金融统计数据有关情况举行发布会¹¹

数据显示，除票据融资以外，2021年7月本轮宽货币周期以来，各类贷款加权平均利率均持续下行，一定程度上体现了政策诉求的实现。

而且调降MLF利率仅仅是降成本中的一个方面，央行不一定要通过降息来降成本。

图 19：金融机构人民币贷款加权平均利率（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

综上，我们认为，市场和政策，两者视角与关注点不同，所以差异难免。这能够解释市场的降息预期为何容易落空。

当然还有一种可能性是时间维度，用市场语言表达就是，宽松不会缺席，只是时间未到。

¹⁰ https://news.cnr.cn/native/gd/sz/20230306/t20230306_526173062.shtml

¹¹ <https://news.cnstock.com/news,bwqx-202201-4814903.htm>

3. 存款利率报价下调是否能进一步带动利率下行？

3.1. 如何看待此次存款利率报价调降后市场反映？

本周信息面关注主要银行存款利率报价下调，但是总体市场交易较为平淡，有一种利好出尽的味道，为什么？

目前回溯，2023 年 4 月是中小银行补降存款利率，6 月 8 日是新一轮存款利率报价的下调。

邹澜司长在一季度金融统计数据新闻发布会时有回答：

“去年 4 月，人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，引导各银行参考市场利率变化情况，合理调整存款利率水平。去年 9 月，主要银行又根据当时的市场变化，进一步主动下调了存款利率，其他银行也陆续跟进调整。当时，大部分银行已经主动下调过存款利率，近期主要是上次没有调整的中小银行补充下调，也有一些银行是在春节前后存款利率上调后的回调¹²。”

5 月公布的一季度货币政策执行报告也有对应陈述，表达的意思也很明确。

“指导利率自律机制成员根据市场利率变化合理调整存款利率。大部分银行已于去年 9 月下调了存款利率，今年 4 月以来，去年未调整的银行也进行了补充下调¹³。”

但是市场从 4 月开始就在交易存款利率报价下调，而且按照市场的理解是两次存款利率下调，这可以部分解释，为什么这次引导存款利率报价下调，反而市场反映较为平淡，因为前期市场已提前对此有所交易。

3.2. 该怎么看待存款利率报价调整和债市关系？

2022 年 4 月，人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，自律机制成员银行参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平¹⁴。

2021 年之后，本轮调降以前，存款利率分别在 2021 年 6 月、2022 年 4 月、2022 年 9 月三次整体下调、2023 年 4 月部分银行补降。

过去几轮存款利率整体调降均发生于 1 年 LPR 调降或者国债利率下行之后。

简单来看，存款利率调降后，国债利率也并非进一步下行。

图 20：十年国债、1 年 LPR 与存款利率下调（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

¹² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4859566/index.html>

¹³ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4882440/2023051516242315765.pdf>

¹⁴ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/4584071/4547221/2022050917023223026.pdf>

邹澜司长在前期的讲话进一步诠释了利率自律机制背景下，市场利率与存款利率的关系。

“近年来市场利率整体是下行的，比如说，近期 6 个月期的理财产品预期收益率和去年 4 月相比下降了 0.3 个百分点。去年以来存款增长较为明显，市场供求关系发生了变化。在这个新的机制下，就带动了存款利率下降。今年 3 月，新发生定期存款加权平均利率是 2.28%，这和去年 4 月相比下降了 0.16 个百分点，这个降幅还是明显小于理财产品收益率。其中，3 年期、5 年期的存款加权平均利率分别在 3.1% 和 3.5% 左右，这个水平仍然是高于流动性更好的同期限国债收益率近 0.6 个和 0.8 个百分点。从这些情况看，企业居民投资在定期存款、理财产品和债券这些金融工具之间的分布我们预计不会出现大的变化。

在市场利率整体已明显下降的情况下，商业银行根据市场供求变化，综合考虑自身经营情况，灵活调整存款利率，不同银行的调整幅度、节奏和时机自然就会有所差异，这是存款利率市场化环境下的正常现象。通过自律机制协调，由大型银行根据市场条件变化率先调整存款利率，中小银行根据自身情况跟进和补充调整，保持与大型银行的存款利率差相对稳定，有利于维护市场竞争秩序，保障银行负债稳定性，保持合理息差，实现持续稳健经营，增强支持实体经济的能力和可持续性。¹⁵”

由此可见，本次存款利率调降是对前期市场利率下行的集中反映。从这一角度来讲，6 月存款利率报价调降，是市场利率下行一段时间后的结果，此次调降未必能成为市场利率进一步下行的开端。

再进一步的观察，可能就需要关注存款基准利率了。

3.3. 存款基准利率是否有调降可能？

我们认为，存款利率调降的可能性较低：

其中原因，可以参考以下三则央行有关领导的观点：

2020 年 4 月，刘国强在增加地方政府专项债规模和强化对中小微企业普惠性金融支持有关情况发布会上表示¹⁶，“存款基准利率是利率体系的‘压舱石’。当然作为一个工具，是可以使用的，但是这个工具比较特殊，所以实行起来要考虑得更多。比如物价的情况，现在 CPI 明显高于一年期的存款利率，存款利率是 1.5%，CPI 是 5.3%，这个问题要考虑。另外也要考虑经济增长，还有内外平衡的因素，利率太低了，是不是货币贬值压力也会加大等等这些因素。特别是存款利率跟普通老百姓关系更加直接，如果调整成为负利率，要充分评估，要考虑老百姓的感受。”

2021 年 9 月，易纲在《中国的利率体系与利率市场化改革》一文中指出¹⁷，“存款基准利率过去发挥了重要作用。随着利率市场化改革的推进，当前金融机构可自主确定存款实际执行利率。几乎每个家庭都有存款，存款是最重要的金融公共服务产品，涉及广大人民群众切身利益。存款利率是在一定规则下，由市场决定的。央行公布的存款基准利率作为指导性利率，为金融机构存款利率定价提供了重要参考。从国际经验看，存款利率一般比其他市场利率更加稳定。当前我国 1 年期存款基准利率为 1.5%，以此为基础既可以上浮也可以下浮，可以说处于“黄金水平”，符合跨周期设计的需要。”

¹⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4859566/index.html>

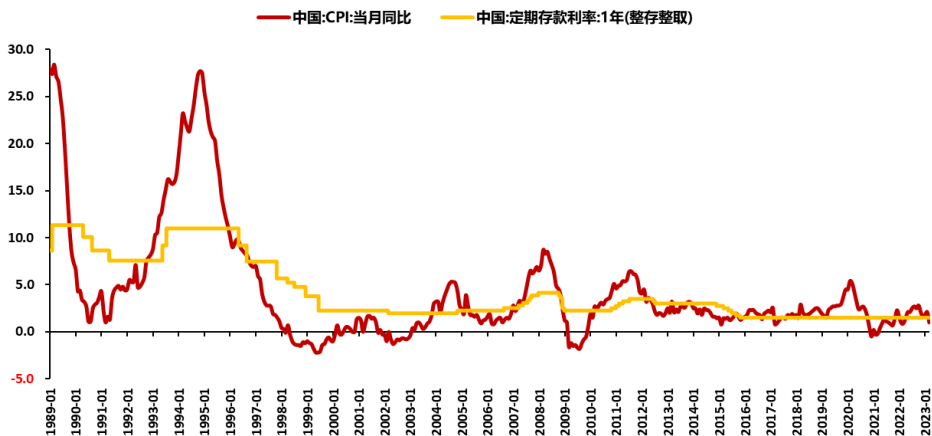
¹⁶ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4002107/index.html>

¹⁷ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4351958/index.html>

2023年4月4日，易纲在2023中国金融学术年会暨中国金融论坛年会上发言表示¹⁸，“我国的一年期存款基准利率是1.5%，银行通常还会有一定上浮，达到2%左右，使老百姓的存款有一个合适的收益。因此，我们在制定货币政策时，充分考虑了对经济、就业、投资以及老百姓存款收益率等方方面面的影响，是以人民为中心的。”

存款利率的变动首先考虑物价，因为事关普通老百姓，所以在调降时期，有一个基本前提是存款基准利率一般不低于CPI。

图 21：一年期存款基准利率与 CPI (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

过去相当一段时间，中国CPI大约在2%附近，而且按照易纲行长最新的表述，CPI下半年有望逐步回升。

“近来月份CPI、PPI环比下降，主要受两方面因素影响。一是供需恢复存在时间差。在稳经济一揽子政策有力支持下，国内生产持续加快恢复，农产品生产稳定、物流渠道畅通，居民“菜篮子”“米袋子”供应充足。同时，汽车、家装等大宗消费需求偏弱。二是基数效应明显。去年国际油价一度逼近140美元/桶大关，今年以来已回落至80美元/桶附近，带动我国物价同比涨幅走低；去年3月鲜菜价格受疫情扰动影响反季节上涨，对今年也存在高基数影响。”

实体经济生产、分配、流通、消费是一个循环过程，我们要系统、辩证地看待分析。随着消费场景恢复，居民消费逐步提升，1-4月社会消费品零售总额累计增长8.5%，比上年全年加快8.7个百分点。居民消费支出扩大将转化为企业和劳动者收入，进而又会带动更多的消费。预计二季度GDP同比增速会比较高（主要是基数效应），CPI下半年有望逐步回升，到12月CPI同比将在1%以上。¹⁹”

其次，6月8日，潘功胜副行长在陆家嘴金融论坛发言时重申，“中国金融周期相对稳健背后的原因，是中国长期坚持稳健的货币政策。中国货币政策坚持以我为主，坚持跨周期和内外平衡的导向，不跟随美联储“大放水”，不搞竞争性的零利率或量化宽松政策。”²⁰

综上，我们预计存款基准利率较难调降、自律机制持续调降空间也相对有限。

¹⁸ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4841847/index.html>

¹⁹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4950307/index.html>

²⁰ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4947861/index.html>

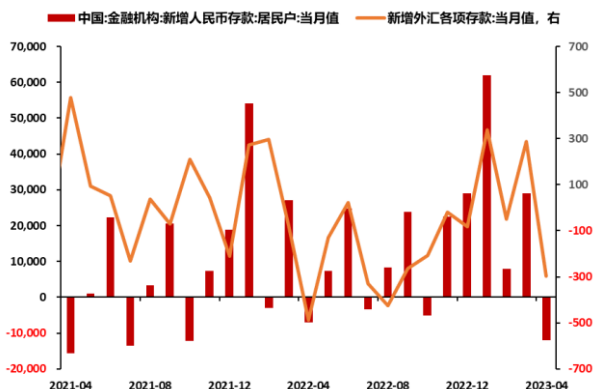
3.4. 存款利率调降以后会发生什么？

从居民角度考虑，存款利率调降可能导致居民进一步拉长存款久期。

4月居民存款减少了1.2万亿元。但是从高频数据看，减少的居民存款并未明显流向房地产与消费市场。

反而我们观察到中国香港存款的持续走高。

图 22：居民存款与外汇存款当月新增（亿元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 23：中国香港银行外币存款当月新增（亿港元）



资料来源：WIND、天风证券研究所

从这一角度讲，存款利率调降可能导致进一步资金外流的压力。

所以，存款利率调降后，我们需要有进一步思考：

其一，调降存款利率的初衷之一是呵护银行资产负债表，但如果居民存款转向更长期限的存款，或者转向外币存款，是否会加剧银行资产负债表压力，导致适得其反？

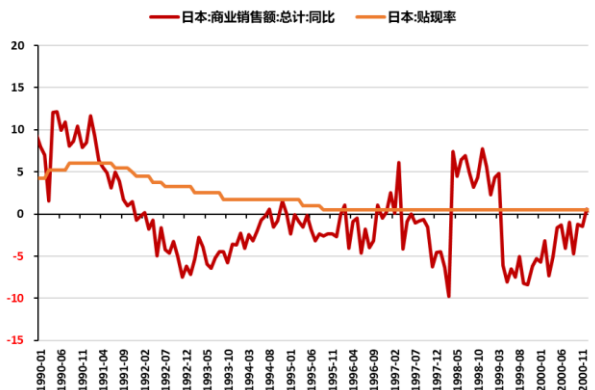
其二，调降银行存款能否有效促进居民消费、或其他资产的投资？对该问题的回答，我们不妨从日本与欧洲寻找答案。

我们观察到，首先，在日本与欧洲资产负债承压时期，伴随着央行降低存款利率或降息过程中，居民消费并没有明显改善，均延续了较长时期的收缩态势。

其次，在日本与欧洲资产负债表时期，伴随着央行降低存款利率或降息前期，房价同比增速也延续疲软下行态势。而且均是在房价同比增速见底回升后，主要股指才同比反弹。

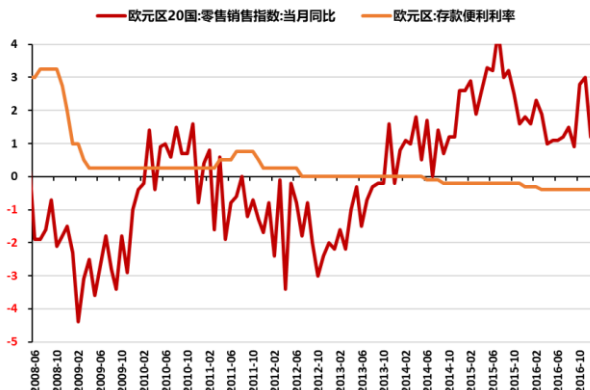
这意味着，在资产负债表衰退时期，即便央行调降利率，居民消费或投资行为可能也不会很快有所起色。

图 24：日本贴现率与零售同比（%）



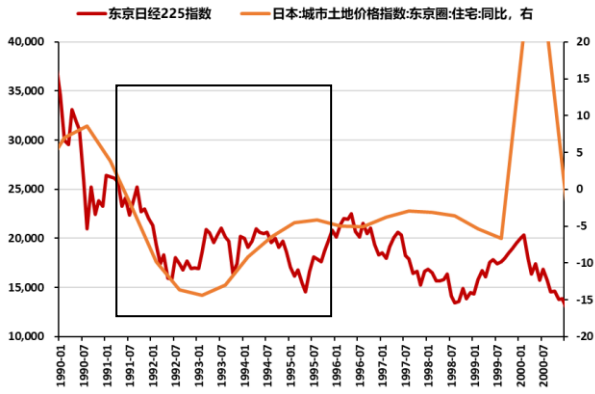
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 25：欧元区政策利率与销售同比（%）



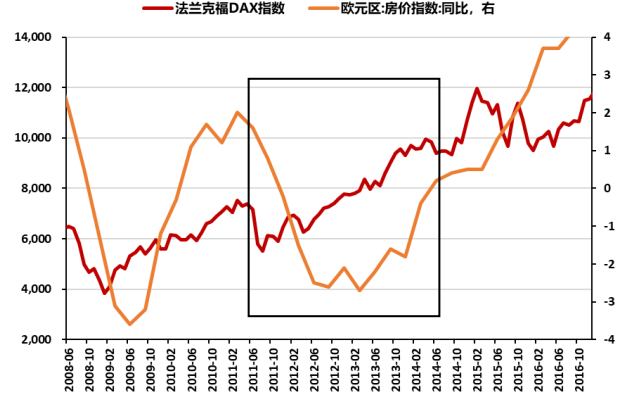
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 26：日经 225 指数与土地价格同比 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 27：法兰克福 DAX 指数与房价同比 (%)

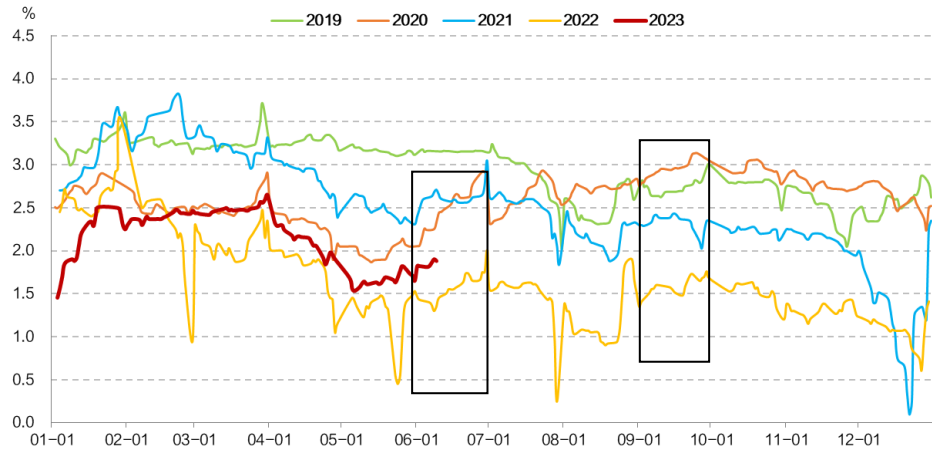


资料来源：WIND、天风证券研究所

4. 近期票据利率走高怎么看？

近期经济表现较弱，但 5 月以来，票据利率有所走高，如何看待这一变化？

图 28：票据利率 (%)

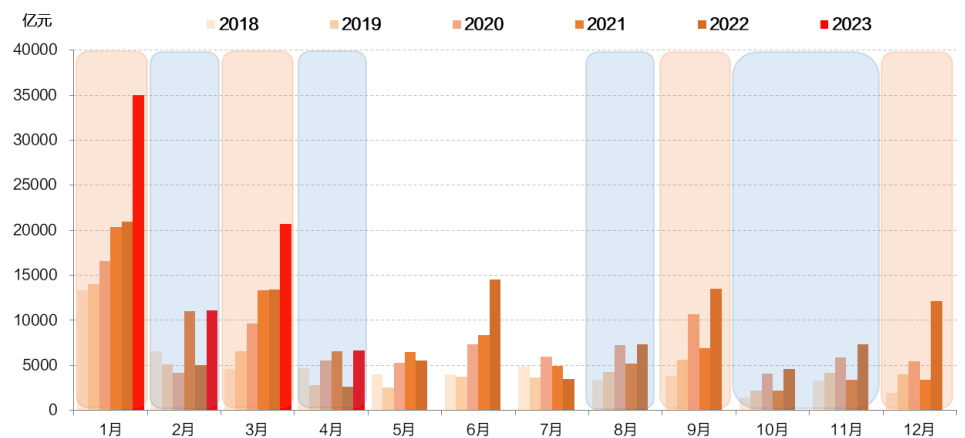


资料来源：WIND、天风证券研究所

我们认为，这与信贷结构和政策选择有关。

相比 2023 年 1-3 月的强势表现，4 月企业中长贷也符合 2022 年 8 月以来“小月不弱、大月更强”的特征。

图 29：2022 年 8 月以来企业中长贷呈现“小月不弱、大月更强”的特征



资料来源：Wind，天风证券研究所

信贷结构说明政策选择更多落在企业端，企业中长贷是信贷投放的主力，政策希望借此稳住企业资产负债表、创造居民就业和收入，同时打造现代化产业体系、培育新动能。

而且票据利率的表现，也与主要企业开工率类似。即 5 月票据利率虽然弱于前期，但是从 5 月初以来仍在持续改善。这表明，近期信贷投放还是有所改善。

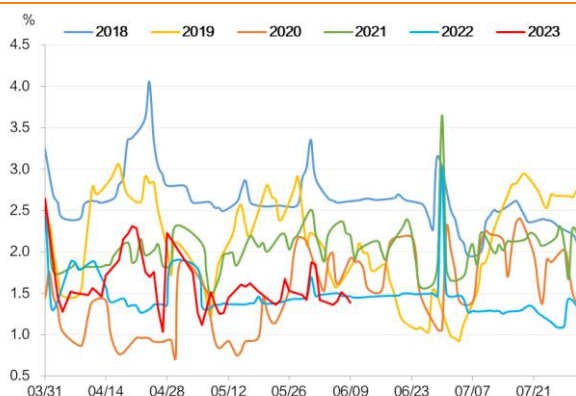
因此我们提示，5 月企业中长期贷款还是不可低估，信贷社融数据可能并不弱。

当然，对于这一政策选择，市场有诸多疑虑，当前市场的交易重心在于资产负债表压力，一方面关注信贷总量；另一方面关注居民中长期情况，总量是否具有延续性，居民中长期能否扭转下行压力，是后续的关键。

5. 月初资金面为什么没有更宽松?

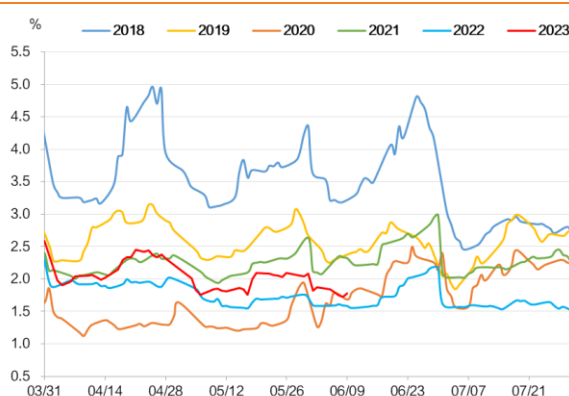
季节性来看，除 2022 年以外，往年 6 月初资金利率通常比 5 月初有所上行。

图 30: R001 季节性



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 31: DR007 季节性



资料来源: WIND、天风证券研究所

今年 6 月以来，资金面持续宽松，R001 利率基本在 1.5%左右，DR007 利率基本在 1.8%左右。但问题是，既然市场存在衰退式宽松预期，为什么资金利率没有相对于 5 月更宽松?

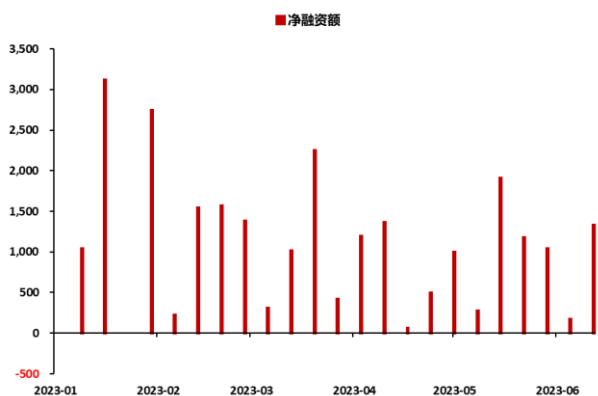
结合前述分析，我们认为，一方面原因是信贷投放改善消耗了部分超储。与 2022 年不同，因此衰退式宽松程度有所不同。

另一方面，可能与人民币汇率破 7 以后，央行总体倾向于维持资金面量稳价平有关。

另外，近期地方政府债券发行较 5 月初有所加速。

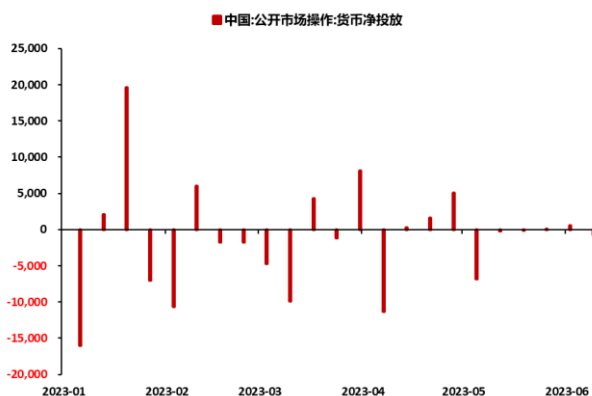
几方面因素叠加，月初资金面也就没有更宽松。

图 32: 地方债净融资 (亿元)



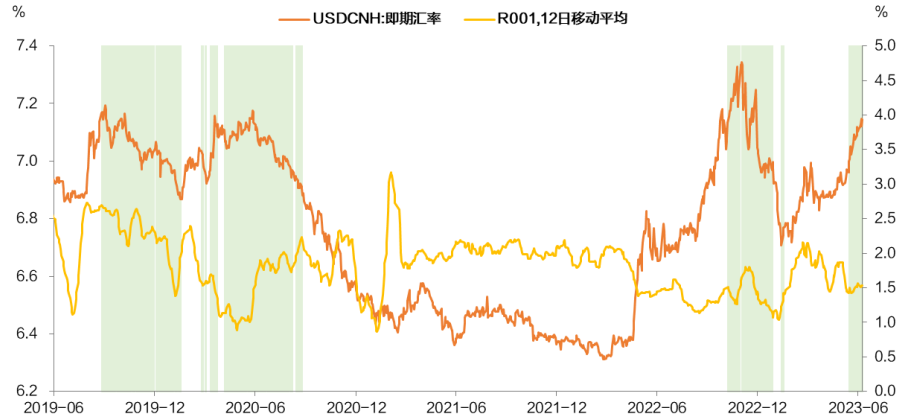
资料来源: WIND、天风证券研究所

图 33: 央行净投放 (亿元)



资料来源: WIND、天风证券研究所

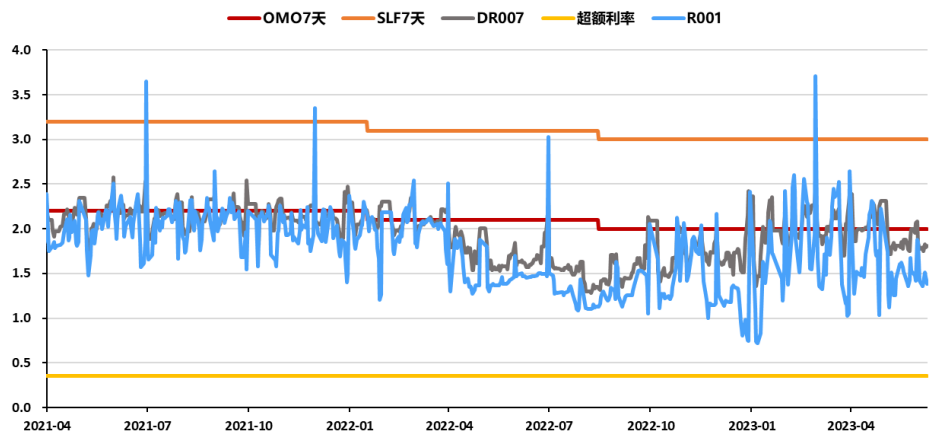
图 34：人民币汇率与 R001 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

我们预计，后续货币环境可能是量宽价平的局面，隔夜资金利率可能保持在 1.5%附近。

图 35：央行短期政策利率与利率走廊 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

6. 小结

6月15日如果降息，债市会如何？

历史上2010年以来，6月降息只在2012年6月和2015年6月发生过，而这两次分别有欧债危机和金融市场大幅波动两个事件性冲击的背景，所以历史对比而言，6月降息概率并不高。

如果降息，建议对比参考2012和2015以及2022年两次降息后的债市走势。

总体上降息当日十年国债和十年国开会有显著下行，从月内小波段而言，降息政策落地会带来十年国债10-15BP，十年国开15-20BP的下行幅度，但一般随后都会有所调整。

毕竟降息只是进一步稳增长组合拳的举措之一，参考去年，票据利率走势会提供较好参考，一般降息后叠加其他政策组合运用，票据利率会有所回升，由此带来市场交易情绪变化，利率先下后上，逐步演绎利好出尽的可能性较高。

近期票据利率怎么看？

最近票据利率连续小幅走高，历史观察一般对应信贷投放相对积极，考虑到目前的宏观形势，无法对信贷做过于乐观的估计，但是相对4月，5月信贷以及6月有一定改善提升的可能性较高。

6月初资金面没有预期的宽松？

6月初相比5月初，资金利率没有更宽松，原因可能有二：其一，5月以来信贷投放较4月有改善，带来超储消耗有所增加；其二，5月以来人民币贬值压力上升，资金利率可能受到内外均衡的影响。

存款利率调降对债市影响怎么看？

4月存款利率是补降，6月是整体调降，事后看，与利率自律机制引导下的存款利率报价调整逻辑基本一致，存款利率下调是在LPR下调或者债市利率下行之后，所以，本次调整是对前期市场的跟随，而非引导。

后续还会进一步引导存款利率报价下调或者降存款基准利率吗？逻辑上仍有可能，但是实务操作角度空间较窄。

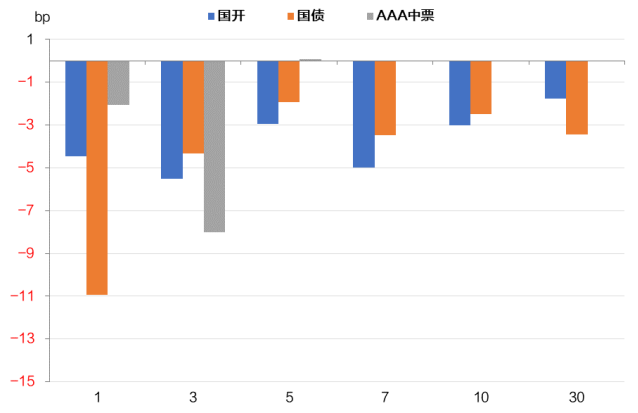
降低存款利率对于稳定银行息差、以及促进经济的作用还需要进一步观察，居民部门存款定期化和不断加久期，本币存款向外币转移的趋势有可能反向加强，所以，债市不宜高估存款利率调整的影响。

现阶段，对于债市，宏观走弱，通胀持续疲软，大概率会延续宽松交易，但是关键政策信号可能还是要等待7月政治局会议，在会议靴子落地前，我们预计，市场可能还会继续在交易趋势和交易变化间反复拉锯。

7. 本周债市回顾

本周各期限国债、国开收益率均有不同程度回落，短端表现好于长端。3Y AAA 中票信用利差维持震荡，等级利差继续抬升。

图 36：一周债市收益率走势



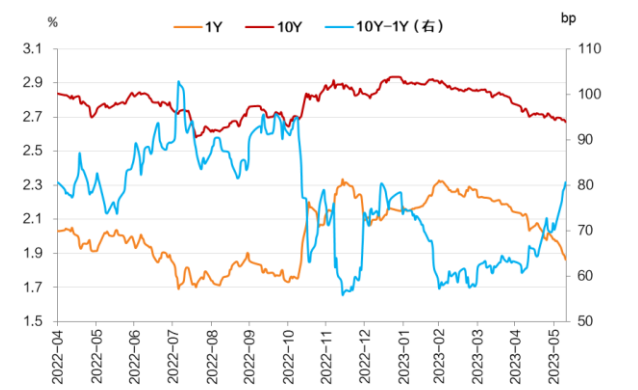
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 37：信用利差和等级利差



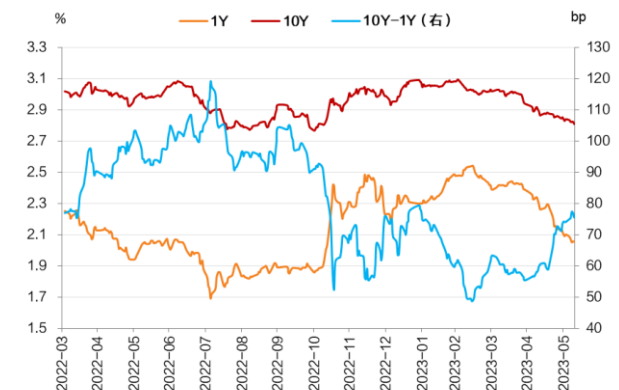
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 38：国债收益率曲线



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 39：国开收益率曲线



资料来源：WIND、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com