

降息预期兑现，三条逻辑与三点展望

事件点评

7天逆回购利率下调10BP点评

投资要点

- ◆ **降息启动符合我们年初以来的明确预期，重申当前经济和货币政策的三条主线逻辑。6月13日，人民银行时隔10个月再次下调7天逆回购利率10BP至1.9%。**
- ◆ **其一，近期银行间资金面利率下降较快，5月信贷、经济数据预计仍然相对偏弱。**R007、DR007所显示的货币供需均衡位置前置于7天逆回购利率调整。在一季度末跨季资金成本创出阶段性高位之后，4-5月在央行并未进行超大规模流动性投放的情况下，R007、DR007中枢迅速从2.35%、2.10%左右降至2.05%左右和1.90%以下，显示4-5月银行信用投放速度明显放缓。4月信贷结构中只有企业中长贷一项同比明显多增勉力支撑，预计5月金融数据可能也是类似的格局。合理预期近日即将公布的5月经济数据可能也呈现消费需求一般、投资增长乏力的格局。**短期信用投放和经济数据的表现是本次降息的重要原因。**
- ◆ **其二，本次降息印证了我们对当前经济下行压力的结构性分析，即地产周期磨底拖累中高收入人群财富效应预期偏弱是内需不足的主要原因，中低收入人群亟待货币宽松操作促进基建投资稳就业扩收入。**从中期逻辑来看，7天逆回购利率与MLF、LPR相关联，历来是调整最领先、牵一发动全身的利率政策关键目标，其变化与宏观经济结构性的表现息息相关。降息预期有效兑现，印证了我们今年年初以来对于内需仍然不足的结构性预判。房地产市场过去两年进入中长期调整期，其导致了中高收入人群财富效应预期的迅速转弱和消费意愿的明显下降，但这一人群过去三年收入冲击较小，预期扭转需要较长时间而并非一朝一夕。今年经济政策主要着力点应在于对疫情期间受冲击更明显的中低收入人群就业和收入的增加，在财政资源极为有限的背景下，货币政策中性偏松操作以促进基建投资维持较高增速，以工代赈稳增长稳就业、促进大众消费率先恢复。**必要的降息降准操作印证了这条逻辑闭环。**
- ◆ **其三，货币政策以我为主，海外货币环境外溢效应是次要因素，年内人民币汇率预计低位震荡。**本次降息与3月17日宣布的降准有一个共同点都是在美联储FOMC会议之前，不同之处在于当前市场对美联储货币政策的预期比3月时更加偏紧，但并未对我国央行根据国内需求情况合理做出降息决策形成实质性阻碍。这一点侧面说明我国在资本项目尚未完全放开的基础上牢牢掌握货币政策根据内需调整的自主权，同时出口展望相对稳定稍好于年初市场预期，人民币贬值压力也整体可控。预计年内人民币对美元在岸汇率（CNY）围绕7.1中枢窄幅波动。
- ◆ **降息刚刚开始，后续三点展望：MLF、1Y LPR更大幅度下调以修复息差，5Y LPR下调但力度小于1Y以促进投资，后续预计还有降准配合。**一、房地产市场持续磨底，难有进一步政策刺激，扩张信用促进基建投资相对高增仍是政策最稳妥选项，LPR改革带来的银行存款利率下行空间已经基本释放完毕，年内MLF、1Y LPR可能实施较7天逆回购更大幅度的降息以修复净息差、提升银行信用扩张传导效率。二、维持全年1Y LPR/MLF下调20-30BP，5Y LPR下调10-15BP的预测，后者下调幅度小于前者。三、降息可能带动企业中长贷加速投放，需要低成本、高效率的流动性投放操作予以配合，维持全年降准100BP、每个季度25BP的展望不变。
- ◆ **风险提示：美联储超预期加息。**

分析师

张仲杰

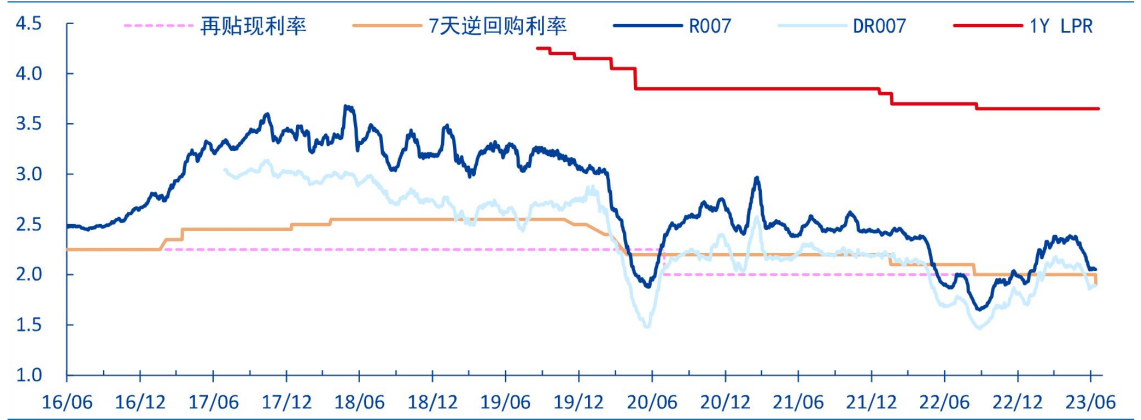
 SAC执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.cn

相关报告

- 华金宏观·双循环周报（第13期）-从陆家嘴论坛、存款降息看金融支持实体经济 2023.6.11
- 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



图 1: R007、DR007 与短期政策利率 (%)



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.cn