

宏观点评 20230613

6月降息拉开年中稳经济序幕

2023年06月13日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 今天央行的降息来得有点快。当市场的一致性预期正转向 6 月 15 日下调 MLF 利率时（也是出经济数据当天），央行在今天率先下调了 7 天 OMO 利率。我们认为这一举动非同寻常，如图 1 所示，此前央行一般都是同日下午下调 MLF 和 OMO 利率，而上一次 OMO 利率提前于 MLF 利率下调还是在 2020 年疫情刚爆发时，凸显了政策快速出手应对经济下行的迫切性，并且在央行快速出手后，以地产和基建为代表的一揽子稳经济措施随之出台。

■ 我们认为央行的这次快速出手也不例外。正如我们此前的报告所述，历史经验来看，一旦 PMI 连续跌破 50，且出口同比增速降至-5%以下，政策往往会快速出手应对，这不仅仅是货币政策的降息和降准，还伴随着地产调控的松绑和基建投资的加码。本次降息之前，易纲行长已经在上周的上海调研中强调央行下一步将“加强逆周期调节，全力支持实体经济”。可见在货币开始“全力”支持实体经济的同时，其他总量政策也需要协同配合才能形成“合力”。

■ 我们预计 6 月 MLF 利率将跟随 OMO 利率下调，但 LPR 存在超预期调降的可能性。尤其是二季度以来地产端压力加大：一是居民购房意愿迅速萎缩，按揭早偿率居高不下；二是进入 5 月以来地产销售环比持续回落，房价重回下行通道；叠加今年新开工深陷萎缩区间，因此不排除 6 月 LPR 调降幅度超过 10bp，以及时遏止房地产重现去年下半年螺旋下跌的局面。

■ 在此次降息后，随着 5 月经济数据的公布，稳经济的政策组合拳有望早于 7 月政治局会议出台。鉴于当前经济复苏的内外需动能均明显走弱，我们认为一揽子稳经济措施早于年中政治局会议前出台是有必要的，图 7 列举了我们预期的这些措施可能包含的领域和出台的概率，“稳地产+扩基建”有望成为下半年托住经济的主要抓手，尤其是地产端，需要有政策松绑以释放一二线城市的改善性需求。基建上相对于特别国债，我们更看好政策性开放性金融工具的加码以发挥杠杆效应。另外在消费和制造业领域，以稳汽车消费和针对性的税收优惠出台也是值得期待的。

风险提示：出口不及预期；疫情二次冲击风险；政策不及预期；欧美经济韧性超预期，资金大幅回流欧美市场。

相关研究

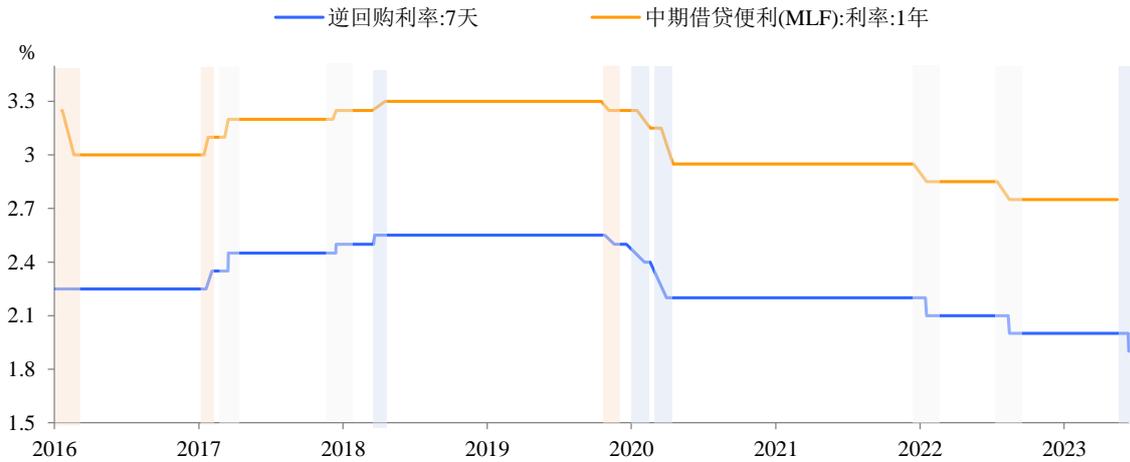
《稳增长的政策牌还有哪些？》

2023-06-13

《出口这根“最后的稻草”折了吗？》

2023-06-07

图1: 若6月MLF降息, 本次降息顺序将是OMO先于MLF的情况



OMO降息时点	OMO降息幅度	MLF降息时点	MLF降息幅度	OMO相对MLF的降息时间
2023.06.13	2%降至1.9% (-10bp)	?	?	
2022.08.15	2.1%降至2% (-10bp)	2022.08.15	2.85%降至2.75% (-10bp)	同日
2022.01.17	2.2%降至2.1% (-10bp)	2022.01.17	2.95%降至2.85% (-10bp)	同日
2020.03.30	2.4%降至2.2% (-20bp)	2020.04.15	3.15%降至2.95% (-20bp)	提前15天
2020.02.03	2.5%降至2.4% (-10bp)	2020.02.17	3.25%降至3.15% (-10bp)	提前15天
2019.11.18	2.55%降至2.5% (-5bp)	2019.11.05	3.3%降至3.25% (-5bp)	滞后13天

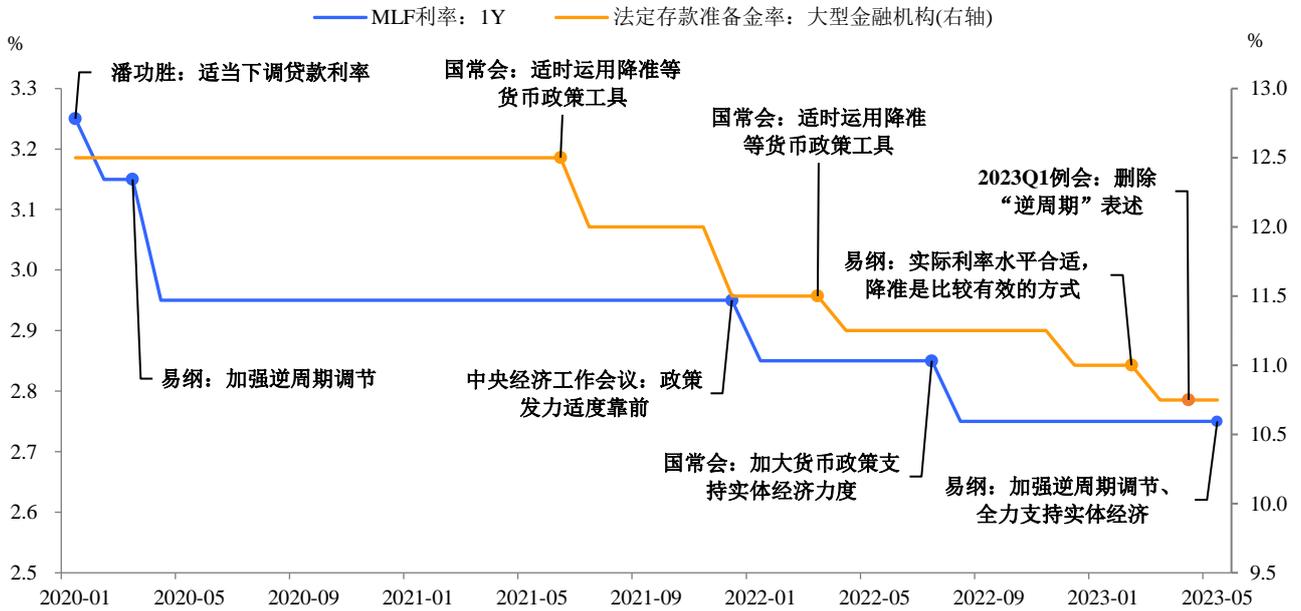
注: 上方线图中橙色阴影表示MLF先变动, 蓝色阴影表示逆回购利率先变动, 灰色阴影表示同时变动
 数据来源: Wind, 央行, 东吴证券研究所

图2: 6月13日调降7天逆回购利率或打开二季度宽松序幕

制造业PMI连续2个月低于50的时点	PMI连续低于50持续的时间	出口同比萎缩超过5%	货币政策操作	地产放松政策	基建政策
2023年5月	2个月	2023年5月	?	?	?
2022年11月	3个月	2022年11月、12月	2022年11月降准	2022年11月-12月“央行十六条”&房企融资“三支箭”	2022年11月提前下达2023年部分新增专项债务限额
2022年8月	2个月	\	2022年8月降息(MLF&LPR)	2022年9月放宽商贷利率下限	2022年8月增加开发性金融工具额度, 9月补充增加专项债结存限额
2022年4月	3个月	2022年3月	2022年4月降准+5月降息(LPR)	2022年4月政治局、央行接连表态支持“因城施策”	2022年6月设立开发性金融工具
2021年10月	2个月	\	2021年12月降准+降息(MLF&LPR)	\	2021年12月提前下达2022年部分新增专项债务限额
\	\	2020年3月	2020年4月降准+降息(MLF&LPR)	2020年4月中小城市取消落户限制, 大城市放宽落户限制	2020年4月发改委首次明确“新基建”范围
2019年6月	6个月	\	2019年5月降准+9月降息(MLF&LPR)	\	2019年6月允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年1月	3个月	\	2019年1月降准	2019年1月放宽人才落户	2019年1月雄安新区深化改革与扩大开放指导意见发布
\	\	2016年9月、10月、12月	\	\	2016年两部委印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》
2015年9月	7个月	2015年7-8月、10-11月	2015年8月降准+10月降息	2016年2月下调首付比	2015年12月持续推进、规范PPP项目、成立亚洲基础设施投资银行
2015年2月	2个月	2015年3-4月	2015年2月降准+3月降息	2015年3月下调首付比	2015年4月发改委、财政部推进PPP项目
2012年9月	2个月	\	\	\	2012年9月国家主席在APEC峰会上表示“加大对基础设施建设的财政资金支持”
2008年11月	5个月	2009年3-10月	2008年11月降准+降息	2008年12月降低房产相关税收	2008年11月国常会部署扩大内需促进经济增长的十项措施

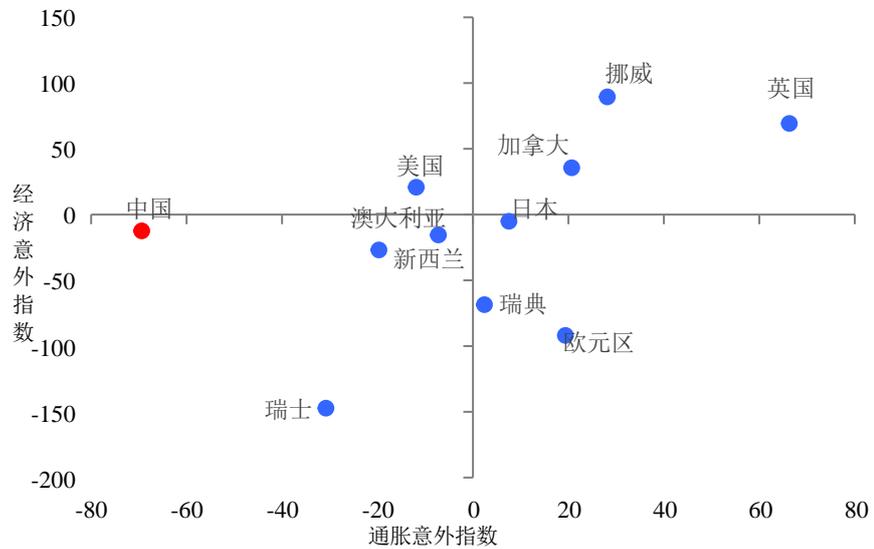
数据来源: Wind, 央行, 东吴证券研究所

图3: 近期央行表述中宽松意愿增强



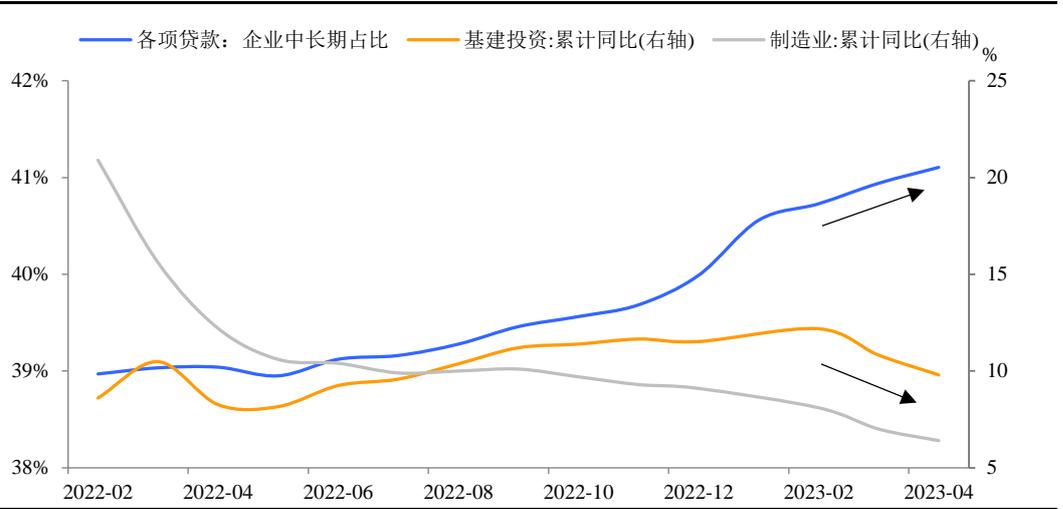
数据来源: Wind, 央行, 东吴证券研究所

图4: 中国经济相对欧美经济不再处于舒适区间



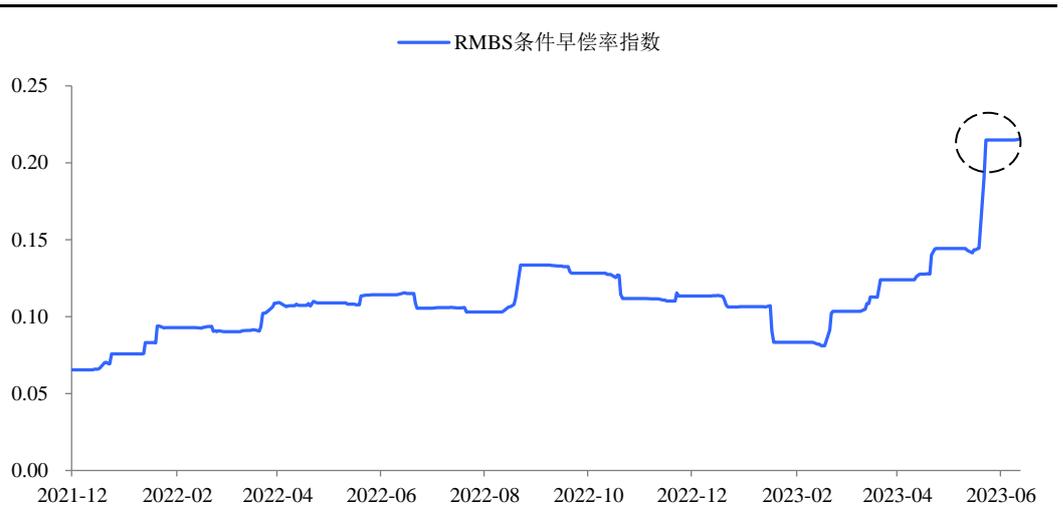
注: 数据为5月值
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 今年以来对公中长期贷款占比提升, 但投资增速放缓



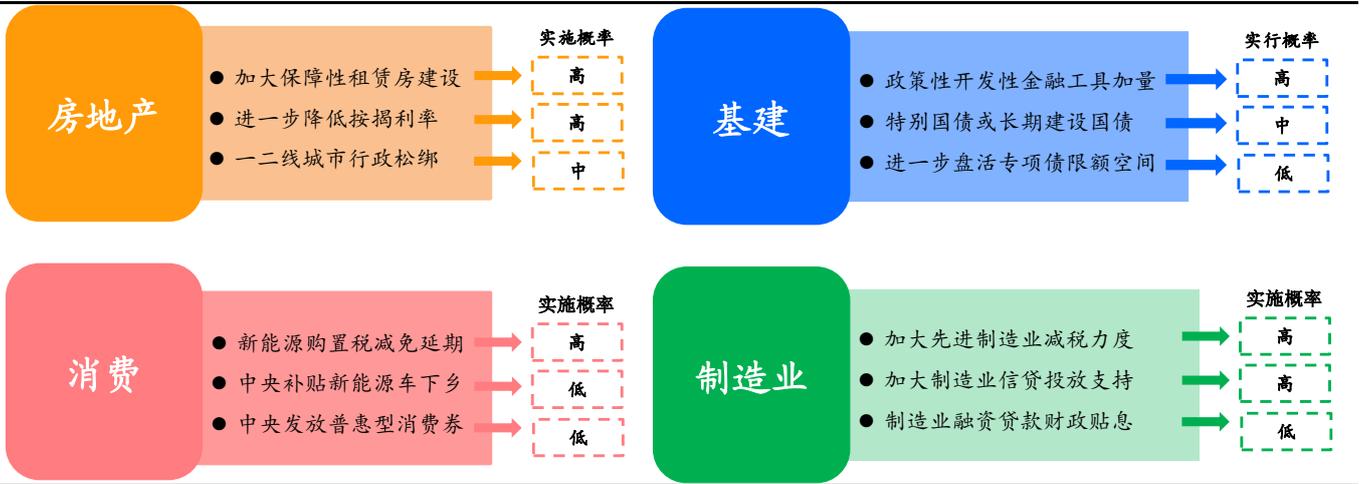
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 居民按揭早偿现象仍未缓解



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：政策“组合拳”可期待哪些



数据来源：东吴证券研究所绘制

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

