



宏观研究

【粤开宏观】降息预期兑现

2023年06月13日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：原野

电话：15810120201

近期报告

《【粤开宏观】粤港澳大湾区科技创新发展报告 2023》2023-06-08

《【粤开宏观】粤港澳大湾区公共服务发展报告 2023》2023-06-08

《【粤开宏观】中国经济面临五大转变，迈向高质量发展》2023-06-08

《【粤开宏观】粤港澳大湾区战略：建设“五力”湾区》2023-06-08

《【粤开宏观】5月物价数据及当前经济形势点评》2023-06-09

标题

2023年6月13日，央行进行20亿元7天期逆回购操作，中标利率为1.90%，此前为2.00%，降息幅度达到10个bp。

自2019年央行改革贷款市场报价利率(LPR)形成机制后，未曾有OMO利率下调后、MLF利率和LPR利率“按兵不动”的先例。这意味着，后续6月15日MLF利率、6月20日的LPR利率将会同步调降，市场降息预期兑现。

一、央行之所以在此时点降息，主要源于以下四点考虑：

1、经济基本面偏弱，迫切需要加大逆周期调节力度稳增长。进入二季度，经济基本面持续疲软，居民消费和企业投资低迷，需求不足和信心不振的问题凸显。在此背景下，亟需通过降息等信号意义重大的总量政策，稳定市场预期。此外，5月信贷数据并不乐观，新增社融1.56万亿元，同比少增1.31万亿元，故央行选择在金融数据公布前有所行动。

2、实际利率被动上升，掣肘有效需求。实际利率是名义利率与通胀水平之差，今年以来物价持续疲软，而名义利率调整较缓慢，两者叠加造成实际利率上升。最新数据显示，5月CPI同比上涨0.2%，近两个月均在0附近徘徊，PPI同比下降4.6%，连续8个月为负且降幅持续扩大。

3、美联储可能6月停止加息，汇率等制约货币政策的外部因素减弱。当前美联储已处在加息尾声，近期部分数据更显露衰退迹象。如美国失业率从3.4%上升至3.7%，高于市场预期的3.5%。市场预期美联储可能在6月停止加息，相应的我国汇率贬值态势或放缓，降息的外部制约减弱。

4、市场利率持续低于政策利率，央行“顺势而为”。5月以来，银行间流动性宽松，市场利率DR007已持续低于OMO利率（政策利率），1年期同业存单利率低于1年期MLF利率，这意味着银行找市场借钱优于找央行借钱，政策传导效果大幅减弱，因此央行顺势调降政策利率。

二、降息有什么影响？

1、对银行体系而言，未来存款利率仍有降低空间。近期多家银行下调存款利率，部分市场观点认为，存款利率报价下调带动着政策利率下行。我们则倾向认为这是“果”而非“因”，存款利率下调更多是对银行净息差缩窄的应对。

而当前的OMO利率调降，或导致净息差再度缩窄，这也意味着未来存款利率还会再降。降低存款利率，提高存款的机会成本，或可加速储蓄向消费转换。但这一过程中，需对商业银行的盈利能力和抗风险能力高度重视。

2、对实体经济而言，信号意义更大，后续还需要更多稳增长政策配合。诚然，



利率降低，意味着企业融资成本降低，债务负担减弱，居民中背负房贷的中青年债务负担减弱，进而会对消费、投资形成拉动作用。但在收入预期并未根本好转的情况下，政策的拉动效应可能偏弱。因为居民资产负债表的修复需要时间，政策传导具有滞后性。因而，本次降息更多是传递“逆周期调节”的信号，为提振有效需求，还需要积极的财政政策、地产政策等配合。

3、对资本市场而言，股、债均受益于降息。一是股票市场，短期内将会改善风险偏好，产生提振作用；长期内，降息及配合出台的一系列稳增长政策将加速经济恢复速度，提高企业盈利。二是债券市场，利率降低带动债券收益率下行。一般降息前市场已经在交易预期，因此降息当日、次日收益率变动幅度不大，或出现小幅上行，但半年后收益率普遍下行，短端收益率下降较明显。例如 2014 年降息后半年，中债国债一年期到期收益率下降近 80bp，之后更是不断下降造就债市大牛行情。本次降息较突然，截止 6 月 13 日收盘，十年期活跃国债下行 4.7bp。

风险提示：政策不及预期、房地产下行风险加剧



目 录

一、事件	4
二、为什么此时降息？降息的原因为何？	4
三、降息的影响.....	6

图表目录

图表 1： 2019 年以来历次降息过程中各利率变动情况.....	4
图表 2： 今年以来物价持续疲软	5
图表 3： 市场利率低于政策利率	6



一、事件

2023年6月13日，央行进行20亿元7天期逆回购操作，中标利率为1.90%，此前为2.00%，OMO利率调降幅度达到10个bp。

自2019年央行改革贷款市场报价利率(LPR)形成机制后，利率传导基本沿着“OMO→MLF→LPR”的路径，即OMO、MLF利率先调降，LPR跟随，两者降幅或不同，但未曾有OMO利率下调后，MLF利率、LPR利率“按兵不动”的先例。尤其是2022年两次降息过程，均是先调降OMO、MLF利率，再调降LPR利率。

这意味着，OMO利率下降10bp，后续15日MLF利率、20日的LPR利率亦会同步调降，成为2023年首次降息，市场降息预期兑现。

图表1：2019年以来历次降息过程中各利率变动情况

	OMO 利率	1 年期 MLF 利率	1 年期 LPR 利率	5 年期 LPR 利率
2019-10-31	2.55	3.30	4.20	4.85
2019-11-05	不变	3.25 (调降)	不变	不变
2019-11-18	2.50 (调降)	不变	不变	不变
2019-11-20	不变	不变	4.15 (调降)	4.80 (调降)
2020-02-03	2.40 (调降)	不变	不变	不变
2020-02-17	不变	3.15 (调降)	不变	不变
2020-02-20	不变	不变	4.05 (调降)	4.75 (调降)
2020-03-30	2.20 (调降)	不变	不变	不变
2020-04-15	不变	2.95 (调降)	不变	不变
2020-04-20	不变	不变	3.85 (调降)	4.65 (调降)
2021-12-20	2.20	不变	3.80 (调降)	不变
2022-01-17	2.10 (调降)	2.85 (调降)	不变	不变
2022-01-20	不变	不变	3.70 (调降)	4.60 (调降)
2022-08-15	2.00 (调降)	2.75 (调降)	不变	不变
2022-08-22	不变	不变	3.65 (调降)	4.30 (调降)

资料来源：粤开证券研究院整理

二、为什么此时降息？降息的原因为何？

央行之所以在此时点降息，主要源于以下四点考虑：

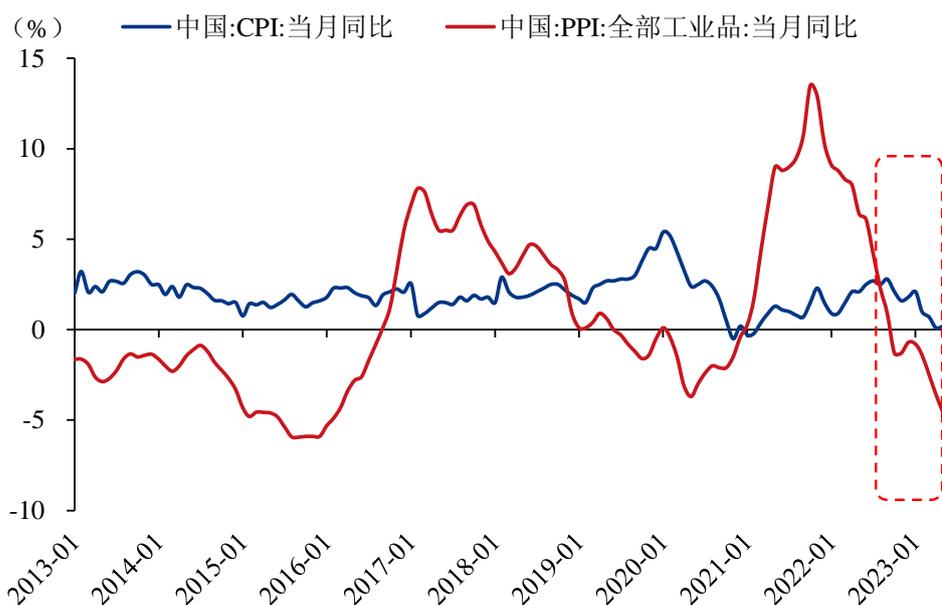
1、经济基本面偏弱，迫切需要加大逆周期调节力度稳增长。今年一季度我国经济恢复较好，但进入二季度基本面持续疲软，居民消费和企业投资低迷，需求不足和信心不振的问题凸显。4月的生产、消费、投资、出口数据均较3月回落，1-4月民间投资只有0.4%。5月制造业PMI为48.8%，连续两个月位于荣枯线以下；出口增速再度转负，按美元计，同比增速为-7.5%，降幅超预期；新房、二手房销售均在下滑。此外，信贷数据并不乐观，5月社融新增1.56万亿元，同比少增1.31万亿元，故央行选择在金融数据公布前有所行动。



在此背景下，亟需通过降息等信号意义重大的总量政策，稳定市场预期，提振经济参与主体信心。6月7日，易纲行长在上海调研时提出“继续精准有力实施稳健的货币政策，加强逆周期调节，全力支持实体经济，促进充分就业，维护币值稳定和金融稳定。”重提“逆周期调节”，也意味着更多积极政策将出台。

2、实际利率被动上升，掣肘有效需求。实际利率是名义利率与通胀水平之差，今年以来物价持续疲软，而名义利率调整较缓慢，两者叠加造成实际利率上升。最新数据显示，5月CPI同比上涨0.2%，近两个月均在0附近徘徊，PPI同比下降4.6%，连续8个月为负且降幅持续扩大。

图表2：今年以来物价持续疲软



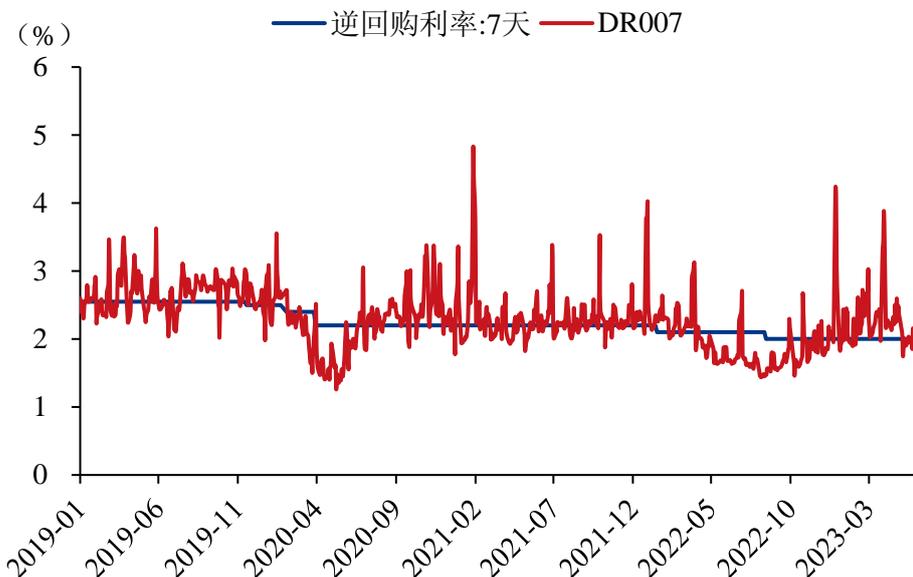
资料来源：Wind、粤开证券研究院

3、美联储可能6月停止加息，汇率等制约货币政策的外部因素减弱。当前美联储已处在加息尾声，近期部分数据更显露衰退迹象。如美国5月住户调查数据显示就业市场开始出现疲软，失业率从3.4%上升至3.7%，高于市场预期的3.5%；此外，平均周度工作时长也在持续走弱。市场预期美联储可能在6月停止加息，相应的我国汇率贬值态势或放缓，降息的外部制约减弱。

4、市场利率持续低于政策利率，央行“顺势而为”。5月以来，银行间流动性宽松，市场利率DR007已持续低于OMO利率（政策利率），1年期同业存单利率低于1年期MLF利率，这意味着银行找市场借钱优于找央行借钱，政策传导效果大幅减弱，因此央行顺势调降政策利率。



图表3：市场利率低于政策利率



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、降息的影响

1、对银行体系而言，未来存款利率仍有降低空间。近期多家银行下调存款利率，部分市场观点认为，存款利率报价下调带动着政策利率下行。我们则倾向认为这是“果”而非“因”，存款利率下调更多是对银行净息差缩窄的应对。事实上，目前商业银行净息差持续下行，从2021年末的2.08%下降至今年一季度的1.74%，已经创下有数据以来的新低。

而当前的OMO利率调降，或导致净息差再度缩窄，这也意味着未来存款利率还会再降。降低存款利率，提高存款的机会成本，或可加速储蓄向消费转换。但这一过程中，需对商业银行的盈利能力和抗风险能力高度重视。

2、对实体经济而言，信号意义更大，后续还需要更多稳增长政策配合。诚然，利率降低，意味着企业融资成本降低，债务负担减弱，居民中背负房贷的中青年债务负担减弱，进而会对消费、投资形成拉动作用。但在收入预期并未根本好转的情况下，政策的拉动效应可能偏弱。因为居民资产负债表的修复需要时间，政策传导具有滞后性。因而，本次降息更多是传递“逆周期调节”的信号，为提振有效需求，还需要积极的财政政策、地产政策等配合。

3、对资本市场而言，股、债均受益于降息。一是股票市场，短期内将会改善风险偏好，产生提振作用；长期内，降息及配合出台的一系列稳增长政策将加速经济回复速度，提高企业盈利。截止6月13日收盘，上证指数涨0.15%，创业板涨0.68%。二是债券市场，利率降低带动债券收益率下行。一般降息前市场已经在交易预期，因此降息当日、次日收益率变动幅度不大，或出现小幅上行，但半年后收益率普遍下行，短端收益率下降较明显。例如2014年降息后半年，中债国债一年期到期收益率下降近80bp，之后更



是不断下降造就债市大牛行情。本次降息较突然，截止 6 月 13 日收盘，十年期活跃国债下行 4.7bp。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过上述渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com