

央行 OMO 降息解读

货币政策降息先行，财政宽松可期

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
联系人： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn

事项：

6月13日中国人民银行发表公告，7天逆回购操作利率（OMO）下调10BP至1.9%。

评论：

结论：政策利率调降空间已经存在，但本次降息时点上有所超预期。

前瞻地看，我们做出如下提示：

- 一是预计 MLF、1 年/5 年及以上 LPR 同步降息 10BP。
- 二是 9-11 月出现降准窗口，幅度预计为 25BP。
- 三是货币政策单独发力性价比有限，期待以财政和产业政策为代表的“一揽子”政策推出。
- 四是 10 年国债利率距离去年低点（2.58%）仅 7BP，警惕经济预期企稳反转后带来的回调风险。

◆ 空间：政策利率调降空间出现

当前，我国经济处在由“恢复性增长”向“内生性增长”切换的关键时期。4月以来，经济复苏势头显著放缓，官方数据和高频指标环比明显走弱，市场对于政策宽松期待上升。

就货币政策而言，我们判断降息空间已经打开，幅度在 10-15BP，主要有三方面因素：

图1：中国潜在经济增速测算

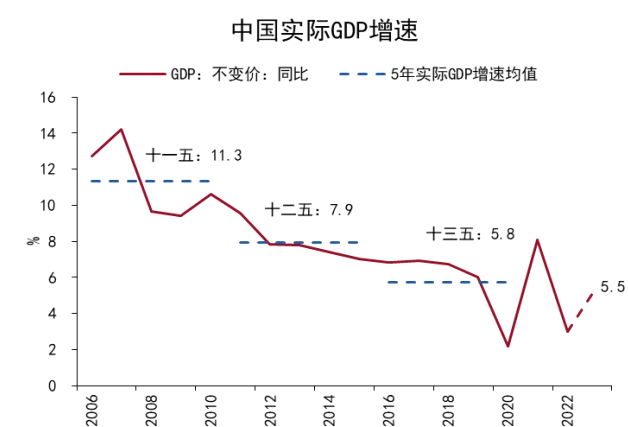
年份	模拟区间为 2015—2050		
	Maddison	PWT9.0	平均值
2016	6.03	7.33	6.68
2016—2020	5.70	6.85	6.28
2021—2025	5.14	6.00	5.57
2026—2030	4.49	5.15	4.82
2031—2035	3.68	4.19	3.94
2036—2040	3.19	3.61	3.40
2041—2045	3.29	3.63	3.46
2046—2050	2.84	3.11	2.98

资料来源：白重恩（2017）、国信证券经济研究所整理

一是经济潜在增速逐步回落。十四五期间，根据中国人民银行（2021）和白重恩（2017）¹的测算，中国经济潜在增速年均下降 0.12-0.14%。考虑到 2021 年后我国地产投资增速明显回落，潜在增速实际下行幅度可能超过上述预测值。事实上，在十三五期间，中国实际 GDP 增速年均回落幅度在 0.42%左右。

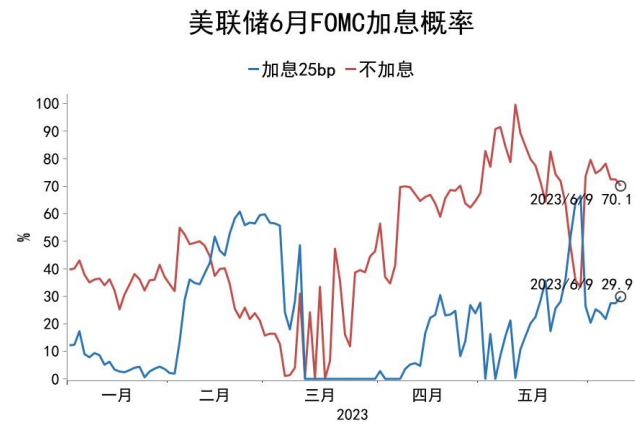
二是实际利率面临上升压力。今年在总需求“弱复苏”和基数效应的联合作用下，我国 CPI 通胀中枢显著下降，全年预计将位于 1%附近，指向实体部门融资的实际利率可能不降反升。根据实际利率总体保持在略低于潜在经济增速水平的“黄金法则”（Golden Rule），在潜在增速回落的背景下，政策利率已经出现调降空间。

图2：中国实际 GDP 增速“下台阶”



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图3：美联储 6 月可能“跳过”一次加息



资料来源:Macrobond、国信证券经济研究所整理

三是外部约束边际减弱。目前美联储和欧央行等海外主要央行加息接近尾声，市场预期美联储将跳过 6 月 FOMC，在 7 月 FOMC 加息 25BP 后结束本轮加息，指向央行“内外平衡”目标的压力边际减轻。此外，尽管当前人民币汇率仍面临一定贬值压力，但“稳增长”政策若能兑现为经济动能回升和预期改善，将有助于缓解汇率压力。

◆ 时间：降息前的“信号”

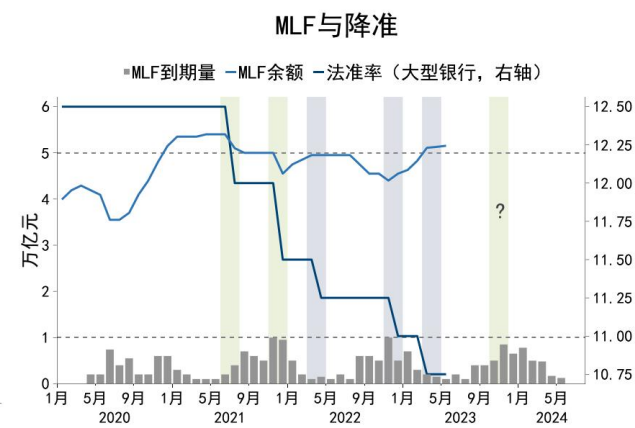
上周以来，市场的降息预期明显上升。

图4：5 月以来短端资金利率持续低于政策利率



资料来源:Macrobond、国信证券经济研究所整理

图5：9-11 月可能出现降准窗口



资料来源:Macrobond、国信证券经济研究所整理

¹ 白重恩, 张琼 (2007) 中国经济增长潜力预测: 兼顾跨国生产率收敛与中国劳动力特征的供给侧分析, 经济学报 (4): 1-27

一方面，全国性银行大幅下调了存款利率。6月8日，六大行宣布下调活期和定期存款利率5-15BP，其中中长期定期存款下调力度更大。随后，包括招商银行、中信银行、浦发银行等多家全国性股份行宣布同步下调存款利率。结合5月中旬通知和协议存款利率的调降，银行负债端成本进一步优化，客观上也为降息创造了条件。

另一方面，央行行长易纲发出了货币政策进一步发力的信号。6月7日，易纲行长在上海调研期间指出，当前中国“政策空间充足”，将“加强逆周期调节，全力支持实体经济”。这与央行《一季度货币政策执行报告》中“搞好跨周期”调节的表述出现显著差异，因此6月9日讲话新闻稿发布后，市场对央行降息预期进一步加强。10年国债利率上周五（6月9日）跌破2.70%。

◆ 降息是“一揽子”宽松政策的起点

总体而言，当前我国经济面临的主要困难仍是总需求不足，财政政策是更为直接有效的逆周期调节手段。货币政策“易拉难推”的属性意味着其刺激总需求的能力相对有限，二季度以来金融数据的大幅走弱也指向金融条件已并非经济运行的主要约束。在疫情“伤痕效应”对居民和企业资产负债表和信心的影响完全消退前，财政政策是更为直接有效的逆周期调节手段。因此，我们预计本次降息是“一揽子”稳经济政策的起点，后续期待财政和产业政策发力，为培育“内生性增长”创造更好条件。

◆ 风险提示

需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

- 《宏观经济数据前瞻-2023年5月宏观经济指标预期一览》 ——2023-06-01
- 《宏观经济数据前瞻-2023年4月宏观经济指标预期一览》 ——2023-05-06
- 《劳动节假期海外金融市场事项一览》 ——2023-05-04
- 《宏观经济数据前瞻-2023年3月宏观经济指标预期一览》 ——2023-04-03
- 《美国3月FOMC会议点评》 ——2023-03-31

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032