

6月13日降息点评

降息应声落地

事件：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%。本轮降息落地后将进入政策观察期，下半年短期降息概率偏低。我们认为往后以下三点值得关注：一是本月MLF利率和LPR报价是否跟随7天期逆回购利率下调，LPR是否会再次非对称下调；二是下半年流动性环境是否依旧保持宽松；三是债市后续是否还有空间。

- **降息应声落地，逆周期调节加强。**本轮降息落地及时，主要体现为三点：一是经济复苏不及预期，稳增长窗口打开；二是市场利率下降，5月以来持续低于政策利率；三是6月8日大行存款挂牌利率于2022年8月以来再度下调，打开了降息空间。综上本轮降息响应较快，6月9日央行发布易纲行长在金融支持实体经济和促进高质量发展工作座谈会中重新提及“加强逆周期调节”，仅两个工作日之后7天逆回购利率便应声下调。
- **弱复苏环境是降息主因。**年初以来企业利润表修复缓慢，工企利润同比降幅继续收窄，2023年1-4月全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降20.6%。制造业景气度持续收缩，5月制造业PMI继续下探至48.8%，需求不足导致新订单和新出口订单指数再度回落至48.3%和47.2%。外需整体走弱，5月美元计价的出口同比下降7.5%。同时居民超额储蓄向投资和消费的转化进程缓慢，4月住户定期存款占比上升至71.1%。随着4-5月低基数阶段的影响逐渐减退，6月以后经济数据环比的走弱将呈现至同比数据之上，政策发力的重要性相应提升。
- **市场利率下调是降息促因。**从以往降息规律来看，市场利率所表征的资本回报率下降往往驱动人民银行降息。以2019年11月和2022年1月两次降息为例，若市场利率没有持续高于政策利率而是围绕政策利率波动，则央行往往会在观察期之后选择启动降息。这类调整并非出于临时性冲击，背后反映的经济实质是资本回报率降低，高息资产供给逐渐减少。
- **跟随式调降更能释放明确稳增长信号。**2018年以来7天期逆回购与1年期MLF利率调整保持一致，作为长短端的政策利率代表，二者同步调整能传达出明确的政策预期，在当下时点则是明确的稳增长信号。LPR报价在“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”机制下也会跟随MLF调整，从LPR改革以来，五次MLF降息，都会带动LPR进行同步调整。但从调整幅度来看，LPR调降存在非对称降息的情况，去年5年期LPR连续两次下调15bp传递出明确的稳地产信号，今年商品房销售仍旧不振的情况下，LPR仍可能进行非对称降息。
- **下半年流动性无虞。**5月以来，随着信贷投放趋弱、地方债发行节奏放缓等因素，在人民银行减少逆回购操作量的情况下，流动性依然宽松。随着降息释放的稳增长信号出现，地方债发行预计加快，三季度可能再度面临结构性流动性短缺，那么降准时点就更为重要。一季度期间央行在2月投放大量7天逆回购对冲资金面紧张，接近3月末启动降准，使得一季度市场利率持续上升。在6月以后经济同比增速下行压力加大的情况下，央行可能提前降准配合稳增长。
- **债市后续空间存在不确定性。**与去年8月降息相似的是，在降息落地后，10年期国债活跃券利率大幅下行，但降息落地也可能伴随利多出尽的逻辑。尽管经济复苏需要时间，流动性环境仍将保持宽松，但稳增长力度加码对债市而言相对偏空，后续如有调增政策性银行信贷额度等政策组合拳出台，债市可能面临回调风险。不过随着政策利率再度下行，债市上行空间也随之压缩。
- **风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。**

相关研究报告

《5月通胀点评：通胀持续疲弱》20230609
 《2023年下半年宏观经济与大类资产配置展望》20230608

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

事件：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%。

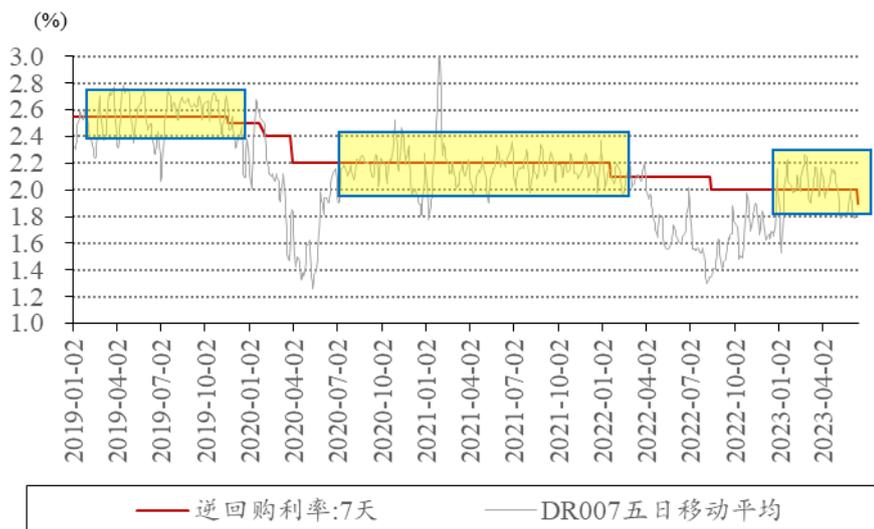
降息应声落地，逆周期调节加强。本轮降息落地及时，主要体现为三点：一是经济复苏不及预期，稳增长窗口打开；二是市场利率下降，5月以来持续低于政策利率；三是6月8日人行存款挂牌利率于2022年8月以来再度下调，打开了降息空间。综上本轮降息响应较快，6月9日央行发布易纲行长在金融支持实体经济和促进高质量发展工作座谈会中重新提及“加强逆周期调节”，仅两个工作日之后7天逆回购利率便应声下调。

弱复苏环境是降息主因。年初以来企业利润表修复缓慢，工业企业利润同比降幅继续收窄，2023年1-4月全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降20.6%。制造业景气度持续收缩，5月制造业PMI继续下探至48.8%，需求不足导致新订单和新出口订单指数再度回落至48.3%和47.2%。外需整体走弱，5月美元计价的出口同比下降7.5%。同时居民超额储蓄向投资和消费的转化进程缓慢，4月住户定期存款占比上升至71.1%。随着4-5月低基数阶段的影响逐渐减退，6月以后经济数据环比的走弱将呈现至同比数据之上，政策发力的重要性相应提升。

市场利率下调是降息促因。从以往降息规律来看，市场利率所表征的资本回报率下降往往驱动人民银行降息。以2019年11月和2022年1月两次降息为例，若市场利率没有持续高于政策利率而是围绕政策利率波动，则央行往往会在观察期之后选择启动降息。尽管遵循“缩减原则”降息幅度往往偏小，但整体思路仍然是围绕“实际利率总体保持在略低于潜在经济增速水平”出发，政策利率与市场利率也相差不远。这类调整并非出于临时性冲击，背后反映的经济实质是资本回报率降低，高息资产供给逐渐减少。

信号意义大于实质意义。目前市场并非缺乏流动性，在央行未进行大额投放的情况下，银行间质押式回购成交量持续走高，6月7日突破8.5万亿元，资金面充裕程度超过去年8月，说明目前银行间资金淤积现象仍然严重，症结在于实体资金未能投入生产而是回流至金融体系中。在流动性投放充裕的环境下，降低无风险利率水平提升实体投资意愿更为重要，降息配合银行存款利率下调有利于提升货币流通速度，加强实体经济活化程度，巩固逆周期调节信心，政策刺激的信号意义大于对流动性影响的实质意义。值得注意的是，本轮降息与去年8月降息的流动性环境较为相似，再次说明弱复苏背景下货币政策目标在稳增长和防风险的选择上更倾向于前者。

图表 1. 市场利率下降驱动降息



资料来源：万得，中银证券

本轮降息落地后将进入政策观察期，下半年短期降息概率偏低。我们认为往后以下三点值得关注：一是本月MLF利率和LPR报价是否跟随7天期逆回购利率下调，LPR是否会再次非对称下调；二是下半年流动性环境是否依旧保持宽松；三是债市后续是否还有空间。

跟随式调降更能释放明确稳增长信号。2018年以来7天期逆回购与1年期MLF利率调整保持一致，作为长短端的政策利率代表，二者同步调整能传达出明确的政策预期，在当下时点则是明确的稳增长信号。LPR报价在“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”机制下也会跟随MLF调整，从LPR改革以来，五次MLF降息，都会带动LPR进行同步调整。但从调整幅度来看，LPR调降存在非对称降息的情况，去年5年期LPR连续两次下调15bp传递出明确的稳地产信号，今年商品房销售仍旧不振的情况下，LPR仍可能进行非对称降息。

下半年流动性无虞。5月以来，随着信贷投放趋弱、地方债发行节奏放缓等因素，在人民银行减少逆回购操作量的情况下，流动性依然宽松。随着降息释放的稳增长信号出现，地方债发行预计加快，三季度可能再度面临结构性流动性短缺，那么降准时点就更为重要。一季度期间央行在2月投放大量7天逆回购对冲资金面紧张，接近3月末启动降准，使得一季度市场利率持续上升。在6月以后经济同比增速下行压力加大的情况下，央行可能提前降准配合稳增长。

债市后续空间存在不确定性。与去年8月降息相似的是，在降息落地后，10年期国债活跃券利率大幅下行，但降息落地也可能伴随利多出尽的逻辑。尽管经济复苏需要时间，流动性环境仍将保持宽松，但稳增长力度加码对债市而言相对偏空，后续如有调增政策性银行信贷额度等政策组合拳出台，债市可能面临回调风险。不过随着政策利率再度下行，债市上行空间也随之压缩。

图表 2. 降息后股债表现

时间	降息方式	上证综指表现 (%)		10年期国债表现 (bp)	
		T+1	T+5	T+1	T+5
2023/6/13	7天逆回购利率下调 10BP	-	-	-	-
2022/8/15	1年期MLF、7天逆回购利率下调 10BP	(0.02)	(0.57)	(7.65)	(14.72)
2022/1/17	1年期MLF、7天逆回购利率下调 10BP	0.58	0.04	(0.75)	(8.35)
2020/3/16	1年期MLF利率下调 10BP	(3.40)	(4.91)	(0.01)	0.56
2020/2/17	1年期MLF利率下调 10BP	2.28	4.20	2.97	(1.61)
2019/11/05	1年期MLF利率下调 5BP	0.54	(2.20)	(5.00)	(4.91)

资料来源：中国人民银行，万得，中银证券。注：T+5为后续五个交易日

风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371