

2023年6月降息点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
 yang_fei@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

信心比黄金重要

事件：

6月13日，7天逆回购利率下调10BP至1.9%。

超预期的降息，或旨在提振市场信心，或带动 MLF、LPR 等利率变动

超预期的降息，或旨在提振市场信心。6月13日，央行投放20亿元7天逆回购、利率下调10BP至1.9%。回溯历史，近年7天逆回购利率变动日期与MLF利率同步进行。此次调降时点超预期，或体现稳定市场信心的迫切性。当前经济需求不足的问题仍较为突出、内生动能有待增强，需要政策进一步呵护（详情参见《稳增长，时不我待》）。

经验显示，逆回购利率调整，或带动 MLF、LPR 等利率变动。回溯历史，2019年以来，7天逆回购利率一共下调6次，其中，2019年11月下调1次，2020年下调2次、分别在2月和3月，2022年1月和8月各下调一次，及2023年6月。每次逆回购利率下调阶段，都对应当月MLF利率相同幅度下调，LPR利率下调幅度不定、近年非对称降息现象较为明显，例如，2022年8月中旬，7天逆回购、1年期MLF利率均下调10BP，而1年期LPR和5年期LPR分别下调5BP和15BP（详情参见《“钱”要快点花》）。

降息提振信心的同时、助力融资成本进一步回落等，关注后续政策“组合拳”出台等

往后来看，LPR 或仍有下调空间，引导融资成本回落、进一步刺激实体需求。现行LPR锚定MLF利率的框架下，LPR或仍有下调空间，带动融资成本进一步回落。流动性平稳宽松下，资金滞留银行体系的现象较为突出，微观表现为6月以来DR007利率中枢维持在1.8%的低位，银行间质押回购成交规模单日多在8万亿元以上；淤积在金融体系的资金后续或也需政策加强引导，加大对实体的结构性支持等。

稳增长货币先行，政策“加力”需要“组合拳”。资金“前置”带来投资增长与实际落地或存在“错位”，对需求的支撑或逐步显现。稳增长，只有“水”不够，还需要“面”，当前稳增长或面临项目资本金缺位、高质量项目短缺、地方债务约束等掣肘，后续还需关注财政端等主动释放需求措施出台及落地等（详情参见《什么掣肘了稳增长？》）。

重申观点：当经济尚未企稳之前，政策全面转向的概率较低、流动性环境尚不具备收紧的宏微观基础。叠加“资产荒”等，债市或较难出现持续大幅调整，但需警惕高杠杆下的短期波动等（详情参见《债市，又到十字路口？》）。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、信心比黄金重要.....	3
风险提示.....	5

图表目录

图表 1： 6 月中旬，逆回购利率超预期下调.....	3
图表 2： 5 月，制造业 PMI 再度超季节性回落.....	3
图表 3： 逆回购利率调整，或带动 MLF、LPR 等利率变动.....	3
图表 4： 近年，非对称降息现象比较明显.....	3
图表 5： DR007 等货币市场利率平稳宽松.....	4
图表 6： 银行间质押回购规模维持高位.....	4
图表 7： 土地财政延续低迷.....	4
图表 8： 历年发改委累计核准固定资产投资规模.....	4
图表 9： 2022 年投放 7399 亿元金融工具做资本金.....	5
图表 10： 2022 年专项债结存限额使用 5000 多亿元.....	5

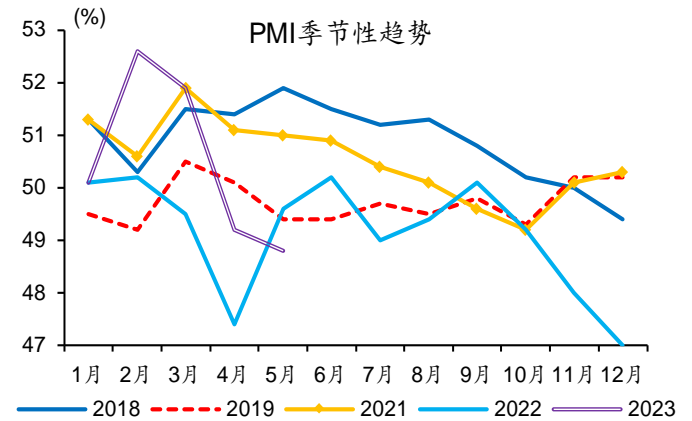
1、信心比黄金重要

超预期的降息，或旨在提振市场信心。6月13日，央行投放20亿元7天逆回购、利率下调10BP至1.9%。回溯历史，近年7天逆回购利率变动日期与MLF利率同步进行。此次调降时点超预期，或体现稳定市场信心的迫切性。当前经济需求不足的问题仍较为突出、内生动能有待增强，需要政策进一步呵护（详情参见《稳增长，时不我待》）。

图表1：6月中旬，逆回购利率超预期下调

图表2：5月，制造业PMI再度超季节性回落

下调时间节点		
年份	7天逆回购	1年期MLF
2020年	2月3日	2月17日
	3月30日	4月15日
2022年	1月17日	1月17日
	8月15日	8月15日
2023年	6月13日	...



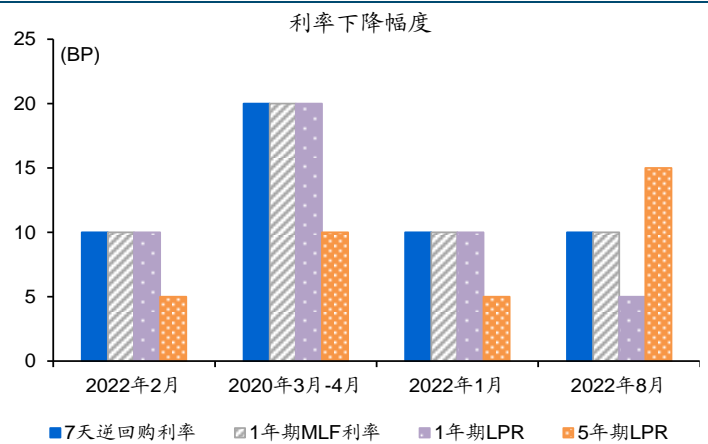
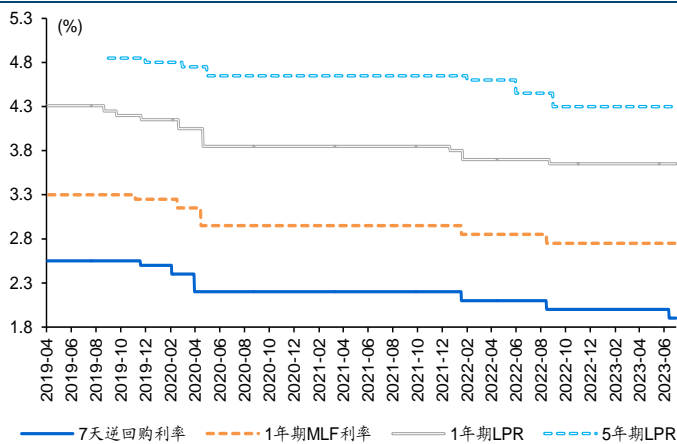
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

经验显示，逆回购利率调整，或带动MLF、LPR等利率变动。回溯历史，2019年以来，7天逆回购利率一共下调6次，其中，2019年11月下调1次，2020年下调2次、分别在2月和3月，2022年1月和8月各下调一次，及2023年6月。每次逆回购利率下调阶段，都对应当月MLF利率相同幅度下调，LPR利率下调幅度不定、近年非对称降息现象较为明显，例如，2022年8月中旬，7天逆回购、1年期MLF利率均下调10BP，而1年期LPR和5年期LPR分别下调5BP和15BP（详情参见《“钱”要快点花》）。

图表3：逆回购利率调整，或带动MLF、LPR等利率变动

图表4：近年，非对称降息现象比较明显

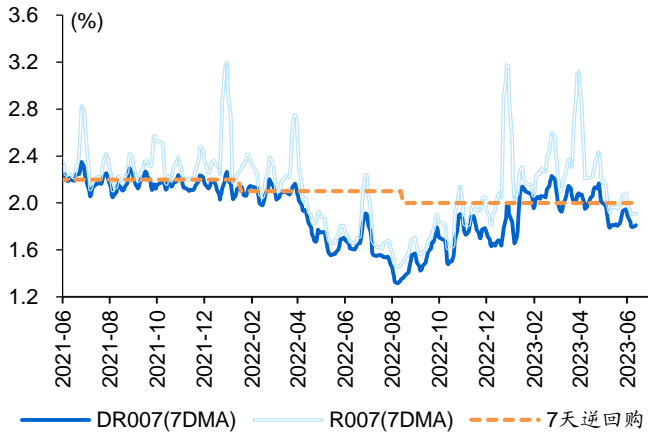


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

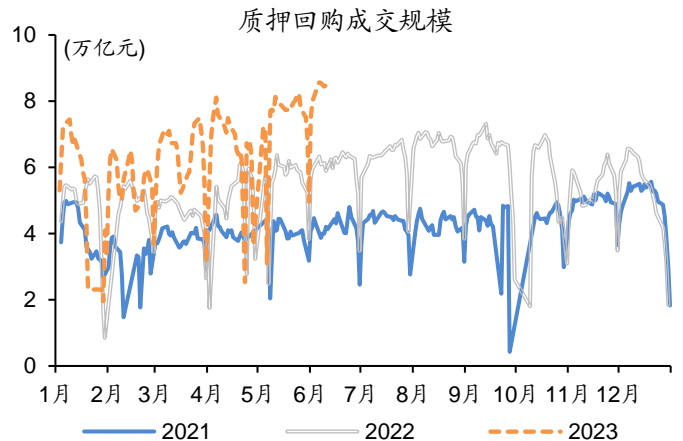
往后来看，LPR 或仍有下调空间，引导融资成本回落、进一步刺激实体需求。现行 LPR 锚定 MLF 利率的框架下，LPR 或仍有下调空间，带动融资成本进一步回落。流动性平稳宽松下，资金滞留银行体系的现象较为突出，微观表现为 6 月以来 DR007 利率中枢维持在 1.8% 的低位，银行间质押回购成交规模单日多在 8 万亿元以上；淤积在金融体系的资金后续或需政策加强引导，加大对实体的结构性支持等。

图表5: DR007 等货币市场利率平稳宽松



来源: Wind、国金证券研究所

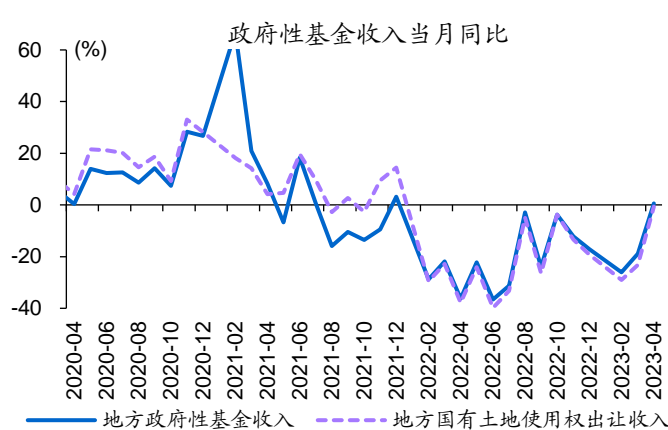
图表6: 银行间质押回购规模维持高位



来源: 中国货币网、国金证券研究所

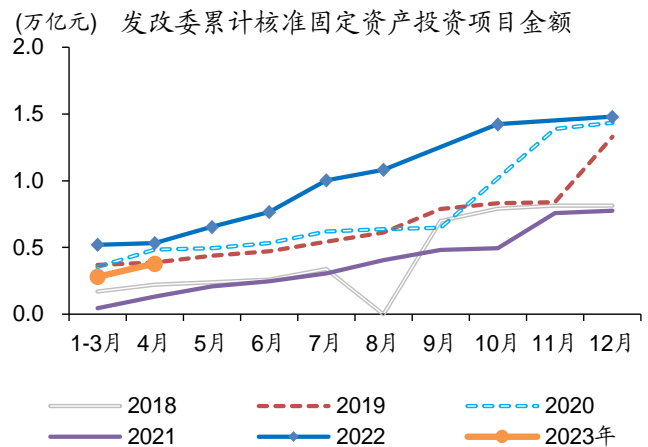
稳增长货币先行，政策“加力”需要“组合拳”。资金“前置”带来投资增长与实际落地或存在“错位”，对需求的支撑或逐步显现。稳增长，只有“水”不够，还需要“面”，当前稳增长或面临项目资本金缺位、高质量项目短缺、地方债务约束等掣肘，后续还需关注财政端等主动释放需求措施出台及落地等（详情参见《什么掣肘了稳增长？》）。

图表7: 土地财政延续低迷



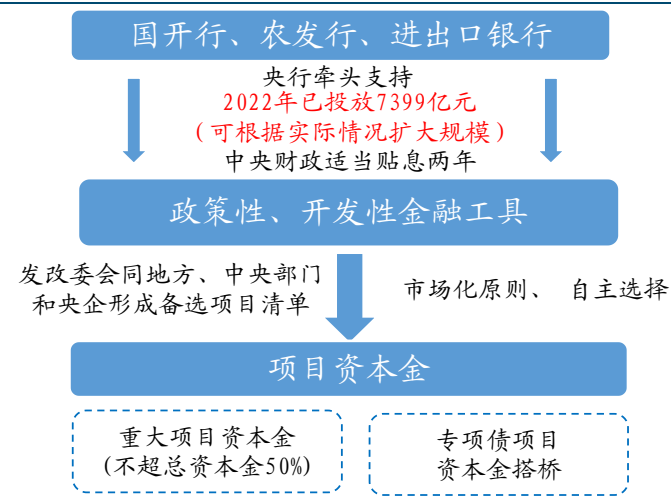
来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 历年发改委累计核准固定资产投资规模



来源: 发改委、国金证券研究所

图表9：2022年投放7399亿元金融工具做资本金



来源：财政部、人民银行、国金证券研究所

图表10：2022年专项债结存限额使用5000多亿元

时间	事件	主要内容
2022年8月24日	国常会	依法用好5000多亿元专项债地方结存限额，10月底前发行完毕。
2022年9月23日	《辽宁省人民政府关于提请审议2022年辽宁省专项债务限额安排和省本级预算调整方案(草案)的议案》	财政部已下达辽宁省2022年政府债务限额420亿元，分别经省十三届人大六次会议和省十三届人大常委会第三十四次会议批准，已全部安排各地发行使用。
2023年9月27日	辽宁省政府专项债券(十六至二十期)完成发行招标	辽宁省政府专项债券(十六至二十期)完成发行招标，其中投向基础设施建设的专项债额度为62.37亿元，投向棚改的专项债额度为4.63亿元。

来源：政府网站、国金证券研究所

重申观点：当经济尚未企稳之前，政策全面转向的概率较低、流动性环境尚不具备收紧的宏微观基础。叠加“资产荒”等，债市或较难出现持续大幅调整，但需警惕高杠杆下的短期波动等（详情参见《债市，又到十字路口？》）。

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402