



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《通胀下行外需减速，适当逆周期调节是必要的》 - 2023.06.11

宏观研究

宽信用收敛，降息引领需求政策

● 核心观点

6月13日中国人民银行以利率招标方式开展了20亿元逆回购操作，中标利率为1.90%，此前为2.00%。同日，5月金融数据公布。供给因素驱动信贷投放相对改善，但融资需求疲弱。金融环境宽松程度收敛。居民消费意愿可能仍然偏弱，财政财力受挫。

逆周期调节必要性上升，货币政策先发力。本次降息的特殊性在于，OMO操作利率早于MLF操作窗口调整。对此有三点理解：第一，OMO更早降息的原因可能与多因素共振向下有关。第二，在本次逆回购操作利率下调后，本月MLF操作利率大概率将同步下调，LPR报价下调幅度有望达到15bp。第三，在较大幅度的货币政策总量宽松后，政策短期可能倾向于观察政策效果，此后财政政策、产业配套政策有望择机推出。回顾2022年，大致存在3轮稳增长政策的集中出台期。类比来看，在本次央行降息开启稳增长政策后，财政政策方面可能采取加大财政支出力度、加快专项债发行等措施，产业政策可能加大对基建投资、房地产市场以及消费领域的支持。

投资建议：此时关注顺周期行业政策预期，适当参与房地产，同时配置如人工智能、数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

图表目录

图表 1: 新增信贷.....	4
图表 2: 居民短贷&居民中长贷.....	4
图表 3: 企业中长贷.....	5
图表 4: 票据融资&未贴现承兑汇票.....	5
图表 5: 社融增速.....	6
图表 6: 新增财政存款.....	6

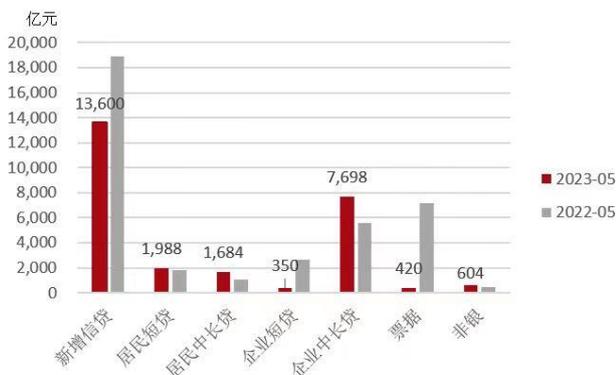
6月13日中国人民银行以利率招标方式开展了20亿元逆回购操作，中标利率为1.90%，此前为2.00%。同日，5月金融数据公布。点评如下：

供给因素驱动信贷投放相对改善，但融资需求疲弱。5月新增信贷1.36万亿，同比少增5300亿元，为去年12月以来首次同比少增。一方面，去年5月，在4月信贷社融增长爆冷以后，监管层指导商业银行加大贷款投放，信贷供给加码推动了5月新增信贷增长显著反弹，因此5月新增信贷同比少增，的确存在基数显著抬升的影响；另一方面，对比2021年同期，5月新增信贷少增1400亿元，与4月相对2021年同期少增7512亿比较，降幅有所收敛，但连续两个月少增，反映5月信贷增长较4月有所改善，但改善幅度有限。背后的原因可能是银行再次加大信贷投放，从供给端推动信贷增长改善，但受制于实体经济融资需求疲弱，改善幅度有限。证据有三：**第一，货币政策目标维稳力度更强。**2023年一季度货币政策执行报告维持“稳健的货币政策要精准有力”的政策基调不变，同时，对于货币政策目标，调整为“全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，对比2022年四季度报告中的“重点做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，稳的力度明显更强。

——**第二，居民部门信贷季节性回升，实际融资需求疲弱。**居民短贷新增1988亿元，在4月负增后5月明显回升，有季节性回升的因素；对比历史同期，同比多增148亿，相对2021年同期亦多增182亿，较4月相对2021年同期少增1620亿明显改善。居民中长贷新增1685亿元，亦由负转正，同样受季节性因素影响，但是仍然明显低于2021年以前的增长中枢。2022年5月商品房销售面积同比下降31.8%，5月居民中长贷仍然存在低基数效应，对比2021年同期，5月少增2742亿元，反映居民中长贷实际仍然低迷。根据克而瑞统计，2023年5月，TOP100房企实现销售操盘金额4853.6亿元，环比降低14.3%，近年来5月单月业绩环比4月首度下滑。低基数效应下，同比增长6.7%，但单月业绩增幅显著低于前两月水平。五一期间房企推盘积极性普遍不高，加之目前市场信心及购买力仍处在历史相对低位，楼市增长动能持续放缓，衍生居民中长贷增长亦乏力。对比中长期贷款，居民短贷投放受银行信贷政策松紧影响程度较高，快速改善反映受到信贷供给端的推动较大。一季度，全国居民人均可支配收入同比增长5.1%，较2019年全年8.9%的增速仍有明显差距，4月份城镇调查失业率环比降0.1个

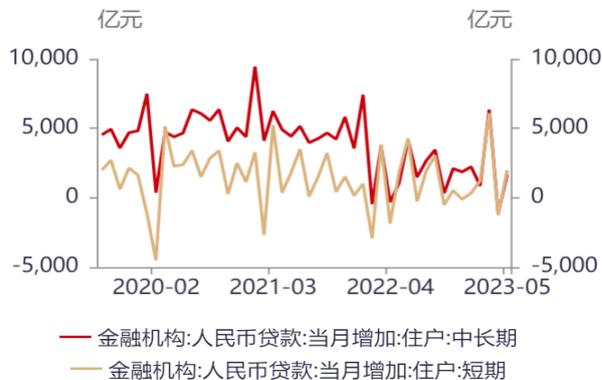
百分点至5.2%，降幅弱于历史季节性，16-24岁人口失业率首次突破20%至20.4%，就业压力偏大、收入增长缓慢导致居民资产负债表修复缓慢，对增加负债缺乏信心。

图表1：新增信贷



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：居民短贷&居民中长贷

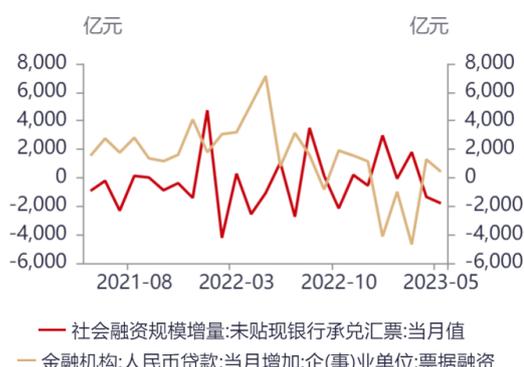


资料来源：iFind，中邮证券研究所

——**第三，企业融资需求连续两个月弱化。**5月企业中长贷新增7698亿，同比多增2147亿，多增幅度为去年9月以来最小，可能受到基建项目融资下降的影响。虽然前四个月基建投资实现了9.8%的较快增长，但基建投资的进一步扩张受制于项目借债能力，以及优质项目入库约束。根据百年建筑网，今年3月在工程陆续开工带动下，需求快速修复，且传统施工旺季来临后，多数续建工程施工进度稍有提速，基建继续托底发力，但局部地区资金短缺问题逐步暴露，部分已开工项目后续进度款未同步跟进，因此施工进度缓慢，4月中旬后增速慢于3月，5月资金问题暂未改善。同时，5月票据融资新增420亿，较4月升幅收敛，但维持正增长，而5月末贴现承兑汇票在票据融资偏低的同时，负增1797亿，反映企业开票金额偏低，整体企业融资需求偏弱。

图表3：企业中长贷


资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：票据融资&未贴现承兑汇票


资料来源：iFind，中邮证券研究所

金融环境宽松程度收敛。5月社融1.56万亿，同比少增1.28万亿，除新增信贷少增外，未贴现承兑汇票、企业债券、政府债券分别少增729亿、2541亿、5011亿，共同拖累社融增长。5月社融同比大幅下降至9.5%，较4月放缓0.5个百分点。而信贷投放、社融增长缓慢，制约了货币派生功能，5月M2同比11.6%，较4月放缓0.8个百分点；M1同比4.7%，低位再降，较4月放缓0.6个百分点，M1与M2增速剪刀差仍在6.9%的较高位置，企业资金活化程度依然偏低。向前看，根据21世纪经济报道，5月新一批新增地方债额度已于近日下达省级财政部门，监管部门尚未对发行使用期限提出要求。今年地方政府专项债发行继续前置，由于剩余额度不多，二季度以来新增专项债发行规模出现回落，这也是导致5月份政府债券融资偏低的原因。考虑到新一批额度还需经过额度分配、项目匹配、预算调整等程序，新一批额度最快能在6月中下旬发出。因此，6月政府债券融资有望回升，并带动社融增长、金融环境改善。

居民消费意愿可能仍然偏弱，财政财力受挫。5月新增存款1.46万亿，同比少增1.58万亿。其中，居民存款新增5364亿，同比少增2029亿，连续两个月少增。全国城镇储户问卷调查显示，2022年二季度居民倾向于“更多储蓄”的比例大幅上升至58%，反映当时居民储蓄倾向已明显抬升，相应的，去年5月居民存款高增7393亿，实际上构成了高基数。对比2021年5月，居民存款多增4292亿，反映存款增长仍然偏高，居民消费意愿可能尚未显著回升。5月企业存款负增1393亿，连续两个月负增，企业现金流压力偏大。另外，5月财政存款新增2369亿，同比少增3223亿，值得关注的是，5月财政存款环比亦少增2659亿。5月有企业所得税汇算清缴，本身是财政存款增长大月，同时从基建项目观察5

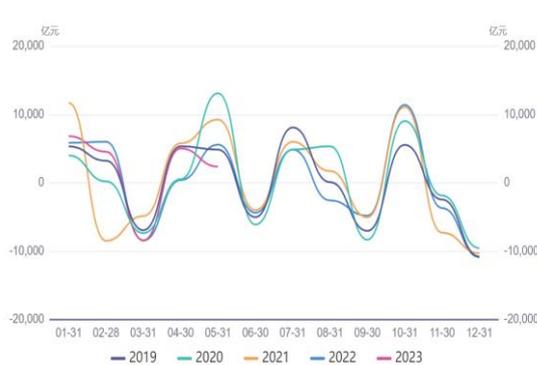
月财政支出并未出现明显增长，因此，财政存款环比少增可能与专项债发行偏低、一般公共预算收入增长不足有关。而财政存款大月增长乏力，可能限制了短期内财政政策发力的空间。

图表5：社融增速



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表6：新增财政存款



资料来源：iFind，中邮证券研究所

逆周期调节必要性上升，货币政策先发力。5月以来经济走势持续偏弱，5月中采制造业PMI低位再降至48.8%，国内通胀水平持续偏低，内需偏弱，出口增速回落负区间，外需的结构性支撑弱化，逆周期调节政策亟待出台。而从政策选择上，在财政政策和货币政策之间，因财政存款增长，货币政策实应率先发力。6月7日，中国人民银行行长易纲提到，下一步，人民银行将按照党中央、国务院决策部署，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。在4月初召开的货币政策委员会2023年第一季度例会删除了“逆周期调节”的表述之后，本月易纲行长强调“加强逆周期调节”，可能反映政策层对于当前经济形势进行逆周期调节的必要性上升。此后，央行公告，为维护银行体系流动性合理充裕，2023年6月13日人民银行以利率招标方式开展了20亿元逆回购操作，中标利率为1.90%，此前为2.00%。实际上，之前我们已观察到降息的概率持续上升。第一，梳理2017年四季度以来的货币政策执行报告，发现“总闸门”、“不搞‘大水漫灌’”的表述，是货币政策宽松的约束关键词，2021年三季度货币政策执行报告，二者均未出现，随后央行在2021年12月6日降准，在2022年1月下调MLF利率10bp；2023年一季度货币政策执行报告再次同时删除了两个约束关键词，这意味着下一阶段降准降

息概率上升。第二，5月以来DR007移动平均值持续降至7天逆回购操作利率2%以下，5月末短暂升至2%以后在6月再次低于2%，市场利率持续低于政策利率，反映实体经济中资金供需出现一定程度失衡，政策利率下调的概率上升。

本次降息的特殊性在于，OMO操作利率早于MLF操作窗口调整。对此有三点理解：第一，OMO更早降息的原因可能与多因素共振向下有关。2022年以来的两次降息，均为MLF操作利率与OMO操作利率同天下调，本次逆回购利率率先调整，可能受经济供需两端、内外需两个板块共振向下的形势推动。可以参考的时期是2020年初。2020年2月受特殊事件冲击经济停摆，亟待稳增长政策稳定经济动能。2020年2月3日，央行分别下调7天逆回购利率、14天逆回购利率10bp至2.40%、2.55%，当月17日1年期MLF操作利率同步下调10bp至3.15%，当月20日1年期LPR报价下调10bp至4.05%，5年期LPR报价下调5bp至4.75%。2020年3月30日，央行再度早于MLF操作窗口率先下调7天逆回购利率20bp至2.20%，紧接着下一次MLF操作（2020年4月15日）1年期MLF操作利率同步下调20bp至2.95%，4月20日1年期LPR报价下调20bp至3.85%，5年期LPR报价下调10bp至4.65%。因此，**当前逆回购利率遭遇MLF操作窗口调整，反映稳增长政策出台必要性已明显上升。**第二，在本次逆回购操作利率下调后，本月MLF操作利率大概率将同步下调，LPR报价下调幅度有望达到15bp。结合2020年初经验，预计MLF操作利率大概率同步下调。不同于2020年的是，6月以来以国有大行为首，商业银行开启新一轮存款利率下调，加上此前央行于2022年12月5日、2023年3月27日分别降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，合计降低银行资金成本1100亿元左右，假如充分传导至贷款利率，则**6月份LPR下调幅度有望超过OMO利率下调幅度，达到15bp**，仅次于2020年4月20bp的降幅。

第三，在较大幅度的货币政策总量宽松后，政策短期可能倾向于观察政策效果，此后财政政策、产业配套政策有望择机推出。回顾2022年，大致存在3轮稳增长政策的集中出台期。第一轮是，开年期间，1月17日MLF操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10bp，当月20日1年期LPR下调10bp，5年期LPR下调5bp。2月21日，四大行同步下调广州地区房贷利率，其中，首套房利率从此前LPR+100BP（5.6%）下调至LPR+80BP（5.4%），开启房地产金融政策放松；

同时菏泽把首付比例从 30%降至 20%，释放了房地产需求端政策放松的信号。3 月 2 日，时任银保监会主席郭树清提到，房地产的泡沫化、货币化的问题发生了根本性扭转。房地产政策边际修整的预期进一步强化。4 月 15 日，央行公告，决定于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。4 月 26 日，习近平主持召开中央财经委员会第十一次会议，研究全面加强基础设施建设问题。提到，加快新型基础设施建设，提升传统基础设施水平，……要适应基础设施建设融资需求，拓宽长期资金筹措渠道，加大财政投入，更好集中保障国家重大基础设施建设的资金需求。6 月后，基建投资当月同比增速显著加快至 10% 以上。4 月 29 日，中共中央政治局召开会议，会议通稿罕见在 13 点发布。会议提到“努力实现全年经济社会发展预期目标”，强调把握好政策的“提前量和冗余度”，对政策力度的部署明显加码。并以 2020 年以来最长的篇幅部署房地产相关政策，新增“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”。同时强调“要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行”，提振市场信心。5 月 15 日，央行将首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点。5 月 31 日，国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知。从财政政策、货币政策，稳投资、促消费方面出台 33 项措施。主要涉及进一步加大增值税留抵退税政策力度、加快财政支出力度、扩大地方政府专项债使用范围等财政政策，以及延期还本付息、推动实际贷款利率稳中有降、加大对基础设施建设和重大项目的支持力度等货币政策，以及部署基建投资，稳定增加汽车、家电等大宗消费等内容。6 月 1 日，国常会部署落实，对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行 8000 亿元信贷额度。6 月 29 日，国常会部署运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。中央财政予以适当贴息。至此，2022 年第一轮稳增长以央行降息开端，延续了整个上半年，配套政策涉及扩大增值税留抵退税范围、加快财政支出、扩大专项债使用范围等财政政策，产业政策方面涉及房地产领域相关的金融政策和需求端政策，以及通过汽车、家电等促消费，加大基建投资等方面。

——第二轮是三季度，8月15日，7月份金融数据低于预期，央行将MLF操作和公开市场逆回购操作的中标利率分别下调10bp至2.75%、2.0%。当月20日，1年期LPR下调5bp，5年期LPR下调15bp。新一轮稳增长政策再次以降息开启。8月24日，国常会部署，在落实稳经济一揽子政策同时，再实施19项接续政策，主要包括增加3000亿元以上政策性开发性金融工具额度，依法用好5000多亿元专项债结存限额，出台措施支持民营企业、平台经济发展，允许地方“一城一策”运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求等。9月30日，央行公告下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点。自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。此轮稳增长政策延续两个月，以财政政策、支持平台经济和房地产的产业政策作为货币政策的配套。

——第三轮是年末，11月23日，公布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，推出16条金融举措，促进房地产市场平稳健康发展。11月25日，中国人民银行公告，决定于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点。11月28日，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施，并自即日起施行。积极发挥资本市场功能，支持实施改善优质房企资产负债表计划，加大权益补充力度，促进房地产市场盘活存量、防范风险、转型发展，更好服务稳定宏观经济大盘。政策着力点聚焦在房地产领域。

类比来看，在本次央行降息开启稳增长政策后，财政政策方面可能采取加大财政支出力度、加快专项债发行等措施，产业政策可能加大对基建投资、房地产市场以及消费领域的支持。由于本次LPR下调力度可能较大，政策层可能倾向于观察政策效果，在下半年择机出台上述配套政策。

投资建议：此时关注顺周期行业政策预期，适当参与房地产，同时配置如人工智能、数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048