

促进基建投资与修复净息差并行不悖

事件点评

LPR 下调 10BP (2023.6) 点评

投资要点

- ◆ **为何本次同步下调？为何是 6 月？包含对后续操作怎样的政策信号？** 6 月 20 日，人民银行宣布 1Y、5Y LPR 随 7 天逆回购利率和 MLF 利率同步下调 10BP，调整后 1Y、5Y LPR 分别为 3.55% 和 4.2%。与 10 个月前的上次 LPR 下调相比，本次选择采取等幅度下调的模式，而上次则是 5Y 下调幅度（15BP）大于 1Y（5BP）。
- ◆ **下调 5Y LPR 旨在进一步通过企业中长贷促进基建投资，发挥更好的稳增长稳就业作用。** 本月 5Y LPR 与日前的 7 天逆回购利率下调幅度相等，均为 10BP，显示央行当前货币政策操作希望通过降低实体经济长期融资成本，进一步促进信用扩张，拉动有效投资。基建和房地产市场是信用扩张的两大主要方向，也是货币政策稳增长的主要传导路径，但从项目对利率的敏感度方面来看，基建投资远大于房地产，因此小幅降息往往对基建投资所形成的促进和拉动作用强于地产，大幅降息则相反。房地产市场本轮近两年的调整探底过程，主要反映出当前国内产业体系区域布局的结构性倾斜和对应的人口流动单向化等长期结构性问题，并非短期政策呵护力度不足的结果，在去年首套房贷利率动态调整机制建立、供给侧“三箭齐发”之后，房地产供需两侧呵护政策框架已经基本成型，今年我们认为货币政策中性偏松操作的主要导向并非短期刺激房地产市场，而是通过稳定基建投资适度高增，以工代赈扩大中低收入人群就业、拉动这一群体收入改善，并最终传导至必需品和大众服务消费。本次与 7 天逆回购利率同等幅度的 10BP 5Y LPR 下调，确认了前 5 个月企业中长贷高增促进基建投资的信用传导逻辑，也代表着下半年仍将延续这一导向。
- ◆ **在前几个月银行存款利率已经有所下行的基础上，本次 1Y LPR 下调幅度与 5Y 相等，显示今年货币政策让利实体经济的同时，也注重对商业银行净息差的修复。** 银行存款利率自律定价上限主要参考 1Y LPR 和 10Y 国债收益率。去年实施非对称降息，5Y LPR 合计下调 35BP 大于 1Y LPR 的 15BP 下调幅度，导致商业银行资产端利率下行幅度大于负债端，净息差明显收窄。今年 3 月以来，中小商业银行、协议存款、大型商业银行分别在存款利率自律定价机制内集中进行了一轮定期存款利率的较大幅度下调，商业银行存贷款息差有所修复。在此背景下，本次降息并未延续去年的长端下调更大的模式，显示央行注意到商业银行此前净息差收窄不利于未来信用扩张和传导效率的进一步提升，实际上是对最近几个月净息差修复过程的肯定和鼓励。由此，我们预计下半年可能的进一步降息过程更大概率会考虑多降 1Y LPR，在让利实体经济的同时，也呵护商业银行净息差所代表的未来信用扩张能力。
- ◆ **我们维持全年降准 100BP、并进一步实施向 1Y LPR 和 MLF 利率倾斜的降息操作的预测不变，预计人民币汇率年内在 7.1 左右波动，促进基建稳增长稳就业的进一步降准降息操作可期。** 考虑到房地产市场仍处磨底区间、中高收入群体财富效应预期未完全扭转、年内财政政策操作空间有限等因素，为修复商业银行净息差以维持基建增速并进一步传导至中低收入群体的就业和收入，我们预计年内仍有降息空间，维持全年 1Y LPR、MLF 下调 20-30BP，5YLPR 下调 10-15BP 的预测不变，同时需要低成本高效率的流动性投放支持，维持全年降准 100BP 的展望不变。
- ◆ **风险提示：** 企业中长贷不及预期风险。

分析师

张仲杰

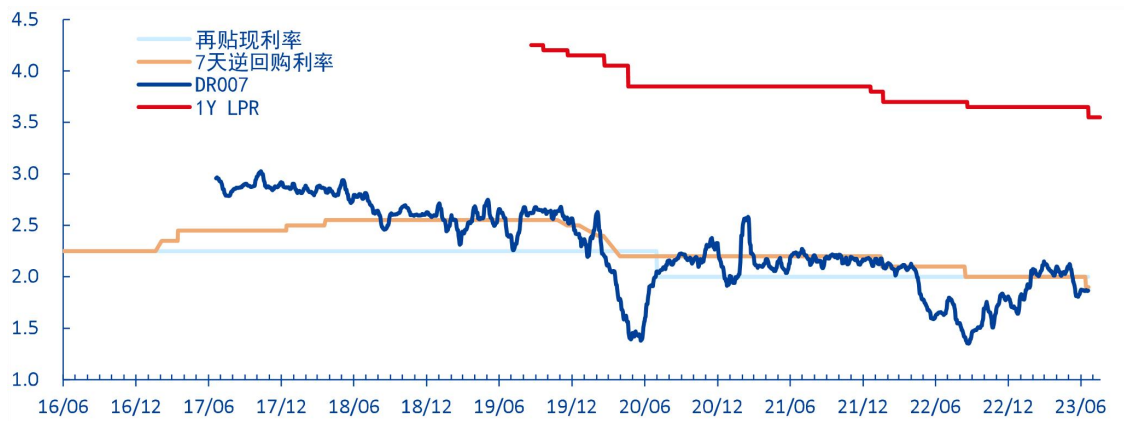
 SAC 执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.com

相关报告

- 华金宏观·双循环周报（第 14 期）-鹰上加鹰？欧央行能否长期压制美元指数 2023.6.18
- 国务院常务会议（2023.6.16）点评-新一批政策措施展望：有力有序，注重实效 2023.6.18
- 美联储 FOMC 会议（2023.6）点评-螺旋不降，加息不止 2023.6.15
- 5 月经济数据点评-地产周期再探底，基建制造稳投资 2023.6.15
- 金融数据速评（2023.5）-基建还需维持热度，降准降息空间打开 2023.6.14



图 1：政策利率曲线（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn