

## 证券研究报告

### 宏观研究

### 专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师  
执业编号: S1500523030001  
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# 为什么不降息?

2024年6月18日

#### 摘要:

- 市场存在6月17日降息的预期,但央行并没有选择降息。对于央行不降息,我们有三点理解。
- 一是存量政策仍在发力,经济总量增速并没有明显偏离目标。2024年一季度GDP增速为5.3%,高于全年GDP增速目标5.0%。4、5月我们计算的月度GDP指数分别为4.7%、5.0%,虽然环比来看增速较一季度有走弱的迹象,但还没有明显偏离年初的目标。从分项来看,制造业投资、基建投资受到政策的支持,保持在较高的增速。制造业投资增速较高与前期大规模设备更新政策有关,今年以来设备工器具购置投资增长持续加快。另外,基建分项中水利管理业投资增速年初以来不断提高,我们判断去年增发的一万亿国债一定程度上拉动了水利相关投资。后续专项债发行提速,叠加超长期特别国债落地,有望对基建投资资金形成接续。
- 二是地产仍较为低迷,但其已与LPR脱敏。“5.17房地产新政”发布后,楼市尚未明显回暖。我们认为,目前调降政策利率可能对地产的刺激作用有限。一是按揭贷款利率已经不取决于LPR。2024年5月17日,中国人民银行宣布取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。因此以往通过“MLF-5年期LPR-房贷利率”的链条降低购房成本已经不再适用。二是在收入预期偏低的环境下,贷款利率与地产销售的关系已经发生改变,仅靠房贷利率下降5或10个BP或难以形成有效的刺激。我们认为,地产明显改善的契机可能仍在于地方政府收储。
- 三是利率下降可能一定程度上不利于企业出清。2016年-2019年,受到供给侧改革的影响,我国工业企业数量的增长速度出现了显著的下滑。但2020年之后,企业数量大幅上行,2022年企业的增速超过了10%。理论上,在经济周期的下行阶段,一个经济体的企业数量会出现下滑,产能得到出清,最终开始新一轮周期,比如历史上德国制造业企业的数量变迁符合这一经济学逻辑。但回看我国,由于多种的原因,我国企业部门可能存在自然出清较为困难的现象,需要供给侧改革这样的行政手段达到去产能的目的。我们判断,从长期来看,这可能与我国企业退出的机制有关,短期而言,融资成本的下降也使得部分企业得以留存。
- 往后看,我们预计三季度仍有降息的概率。第一,去年三季度GDP增速加快,今年三季度将面对较高的基数,如果经济动能继续转弱,三季度增速有降至5%以下的风险。第二,美、欧等经济体先后宣布拟针对我国电动汽车等商品加征关税,我们预计如果未来出现地缘政治扰动加大的情况,央行下调政策利率或将水到渠成。

**风险因素:** 政策明显收紧;海外经济下行对出口影响超预期。

目录

一、为什么不降息? .....	3
二、三季度仍有降息的概率 .....	7
风险因素 .....	8

图目录

图 1: 月度 GDP 指数 .....	3
图 2: 2024 年专项债发行偏缓 .....	4
图 3: 石油沥青开工率偏低 .....	4
图 4: 房贷利率与 5 年期 LPR 相关性降低 .....	5
图 5: 2022 年后新房销售与房贷利率不再负相关 .....	5
图 6: 工业企业数量 .....	6
图 7: 德国制造业企业数量 .....	6
图 8: 工业企业利润率 .....	7
图 9: 2023 年三季度 GDP 环比增速偏高 .....	7

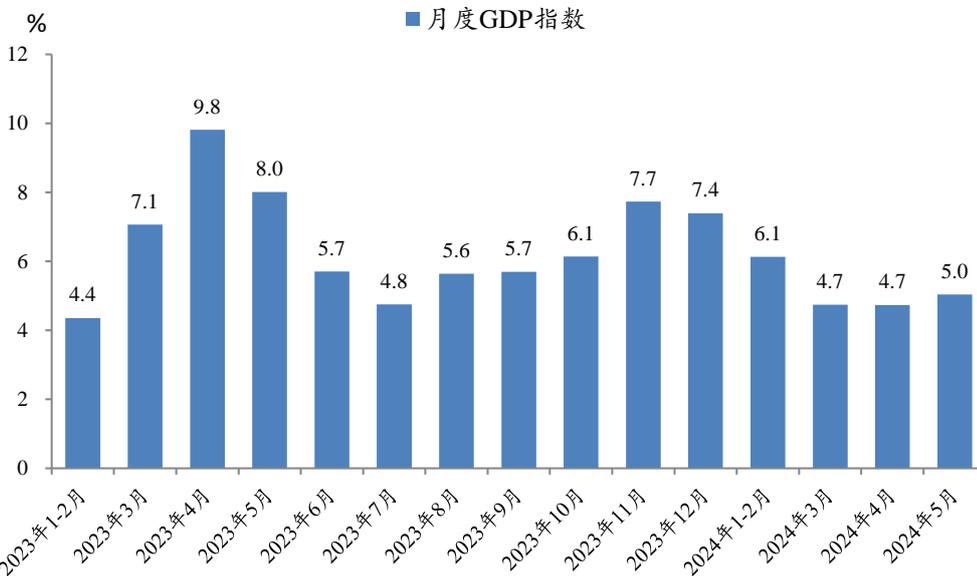
## 一、为什么不降息？

市场存在6月17日降息的预期，但央行并没有选择降息。6月14日公布的金融数据中，金融机构新增人民币贷款9500亿元，同比减少4100亿元，低于万得一致预期10178亿元；M1同比-4.2%，较前值-1.4%进一步下滑。6月17日公布的经济数据显示工业增加值同比增长5.6%，前值6.7%，低于预期的6.0%；房地产开发投资-10.1%，前值-9.8%。尽管金融和经济数据双双偏弱，但央行选择继续将7天OMO利率和1年期MLF利率维持在1.8%和2.5%的水平上，显示当前央行对降息偏审慎。

对于央行不降息，我们有三点理解。

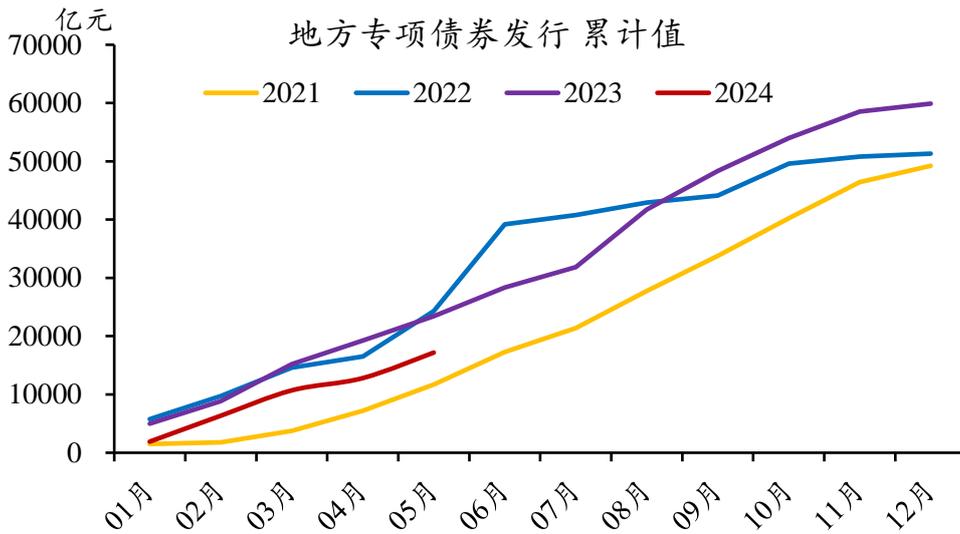
一是存量政策仍在发力，经济总量增速并没有明显偏离目标。2024年一季度GDP增速为5.3%，高于全年GDP增速目标5.0%。4、5月我们计算的月度GDP指数分别为4.7%、5.0%，虽然环比来看增速较一季度有走弱的迹象，但还没有明显偏离年初的目标。

图1：月度GDP指数

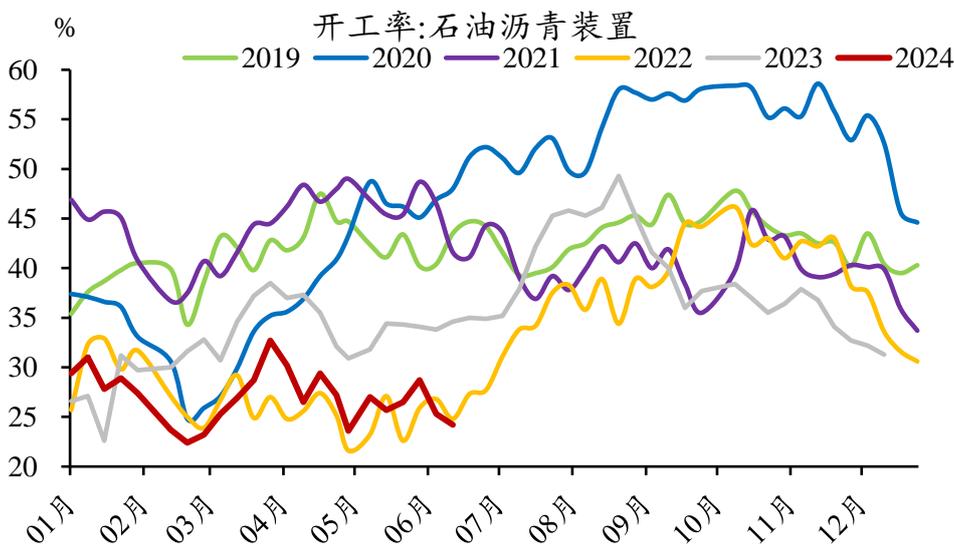


资料来源：万得，信达证券研发中心

从分项来看，制造业投资、基建投资受到政策的支持，保持在较高的增速。1-5月制造业投资增速为9.6%，较1-4月下降0.1个百分点。制造业投资增速较高与前期大规模设备更新政策有关，今年以来设备工器具购置投资增长持续加快，拉动效应大，1-5月设备工器具购置投资同比增长17.5%，对全部投资增长的贡献率达到52.8%。另外，基建投资也维持着较快的增速。1-5月基建投资同比增长5.7%，较1-4月下降1.1个百分点，维持着韧性。基建分项中水利管理业投资增速年初以来不断提高，1-5月增速达到18.5%，我们判断去年增发的一万亿国债一定程度上拉动了水利相关投资。值得提醒的是，近年基建投资的重点投向已与之前发生变化，因此使用沥青开工率等高频指标可能难以有效跟踪基建的实物工作量进度。后续专项债发行提速，叠加超长期特别国债落地，有望对基建投资资金形成接续。

**图 2：2024 年专项债发行偏缓**


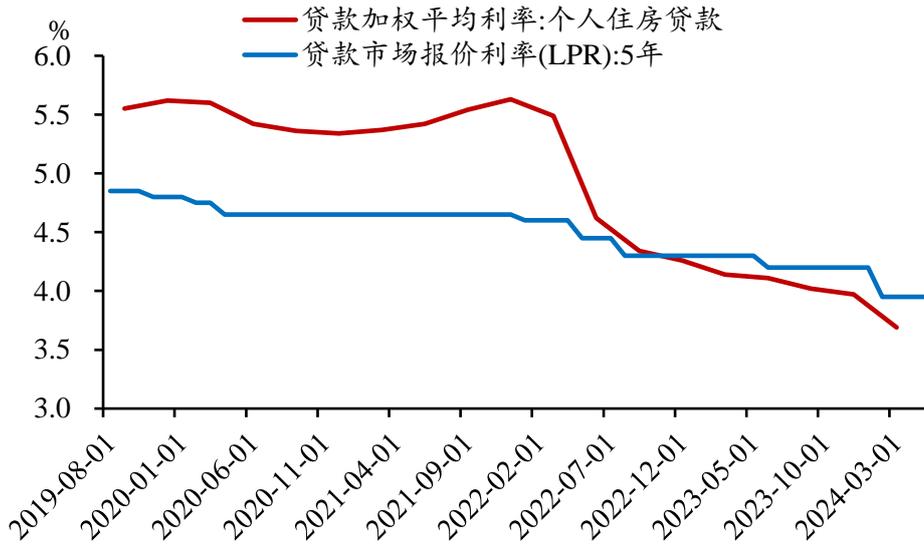
资料来源：iFind，信达证券研发中心

**图 3：石油沥青开工率偏低**


资料来源：万得，信达证券研发中心

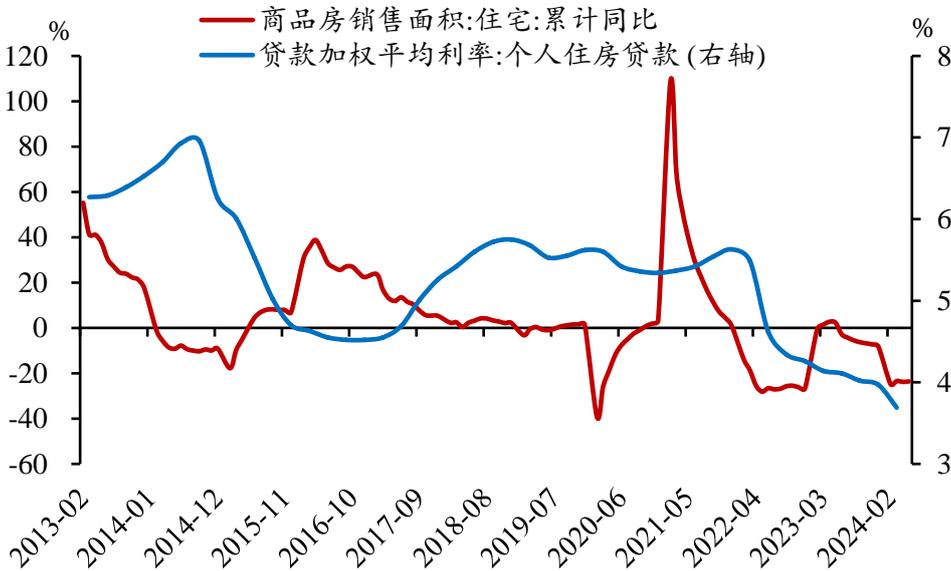
二是地产仍较为低迷，但其已与 LPR 脱敏。“5.17 房地产新政”发布后，楼市尚未明显回暖，1-5 月商品房销售面积为-20.3%，降幅与前值相比扩大 0.1 个百分点，大幅高于去年全年降幅的-8.5%。从房价来看，5 月 70 个大中城市中，各线城市房价仍处于环比下降。我们认为，目前调降政策利率可能对地产的刺激作用有限。

一是按揭贷款利率已经不取决于 LPR。2024 年 5 月 17 日，中国人民银行宣布取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，根据 21 财经的消息，目前全国除北上深三个城市以外，其余城市均已经取消按揭下限。因此以往通过“MLF - 5 年期 LPR - 房贷利率”的链条降低购房成本已经不再适用。各城市的商业银行能够根据市场形势对房贷利率进行调整。

**图 4：房贷利率与 5 年期 LPR 相关性降低**


资料来源:iFind, 信达证券研发中心

二是在收入预期偏低的环境下，贷款利率与地产销售的关系已经发生改变。2022 年之前，地产销售与房贷利率存在较为明显的负相关，当政府下调房贷利率时，商品房销售通常会有所回暖。但近期两者的关系已经发生了改变。当前居民收入预期偏低，加之房价上涨预期不断转弱的环境下，仅靠房贷利率下降 5 或 10 个 BP 或难以形成有效的刺激。

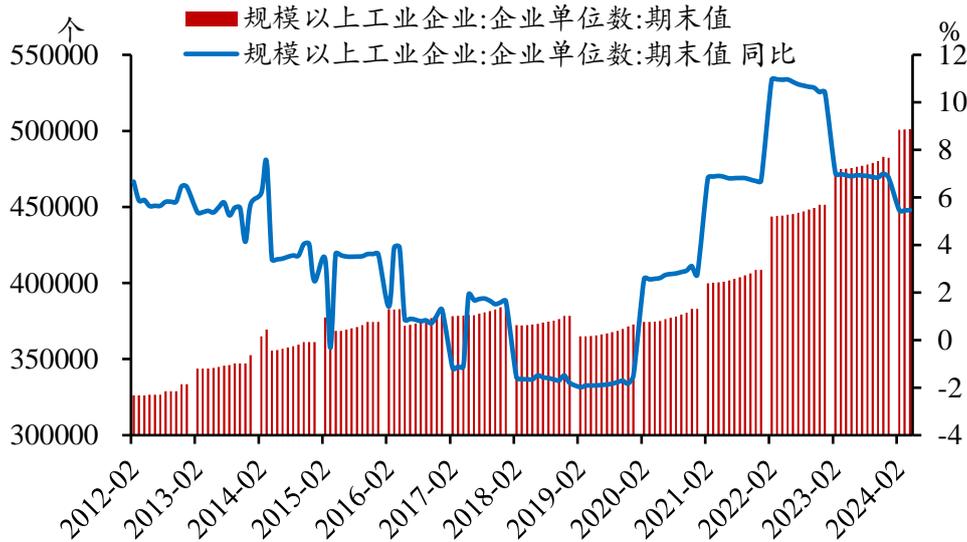
**图 5：2022 年后新房销售与房贷利率不再负相关**


资料来源:iFind, 信达证券研发中心

我们认为，地产明显改善的契机可能仍在于地方政府收储。5 月 17 日央行设立 3000 亿保障性住房再贷款后，6 月 12 日央行召开保障性住房再贷款工作推进会，提出加快推动存量商品房去库存。6 月 7 日国常会提出，“对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进。”我们认为后续地方政府收储或将加快推进，有望助力楼市预期改善。

三是利率下降可能一定程度上不利于企业出清。统计局公布的工业企业财务数据中包含一组数据名为规模以上工业企业企业单位数。可以看到，2016年-2019年，受到供给侧改革的影响，我国工业企业数量的增长速度出现了显著的下滑。但2020年之后，企业数量大幅上行，2022年企业的增速超过了10%。理论上，在经济周期的下行阶段，一个经济体的企业数量会出现下滑，产能得到出清，最终开始新一轮周期，比如历史上德国制造业企业的数量变迁符合这一经济学逻辑。但回看我国，根据我们的观察，由于多种的原因，我国企业部门可能存在自然出清较为困难的现象，需要供给侧改革这样的行政手段达到去产能的目的。我们判断，从长期来看，这可能与我国企业退出的机制有关，短期而言，融资成本的下降也使得部分企业得以留存。

图 6：工业企业数量



资料来源:iFind, 信达证券研发中心

图 7：德国制造业企业数量

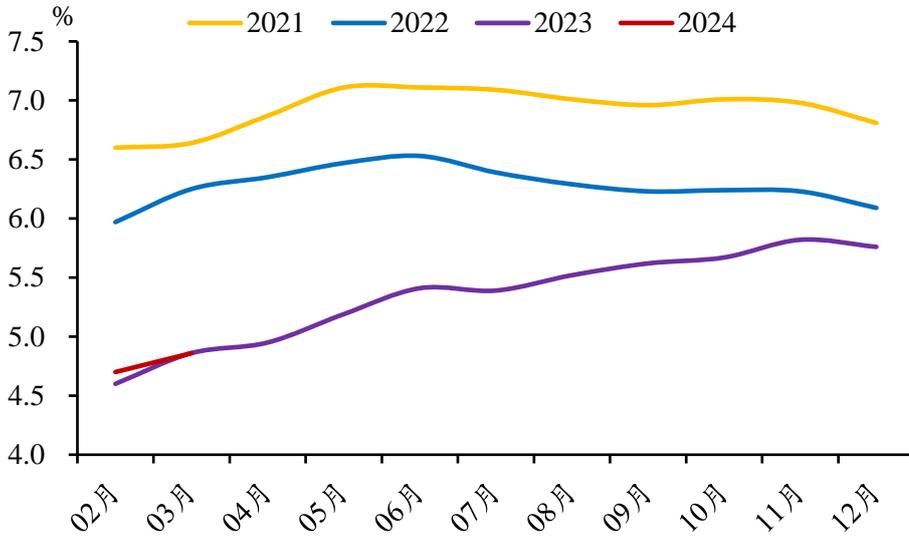


资料来源:OECD, 信达证券研发中心

“僵尸企业”出清慢或是企业利润率偏低的一个原因。2024年1-4月份利润率为5.0%，高于去年同期0.05个百分点，但仍处于近10年以来的较低水平。考虑到2024年一季度工业企业数量仍以6%左右的速度增长，我们

判断有部分技术落后，竞争力低下的“僵尸企业”不愿主动退出。

图 8：工业企业利润率



资料来源：万得，信达证券研发中心

## 二、三季度仍有降息的概率

短期而言，降息落空可能会对市场情绪造成影响。5 月经济数据中工业增加值、固定资产投资均低于预期。受益于假期错位，社零高于预期。我们认为，5 月经济动能整体转弱，但降息落空，短期而言可能会对市场情绪造成一定影响。

往后看，我们预计三季度仍有降息的概率。第一，今年二季度 GDP 受到基数的支撑，增速或高于 5% 的全年目标，但去年三季度 GDP 增速加快，今年三季度将面对较高的基数，如果经济动能继续转弱，三季度增速有降至 5% 以下的风险。第二，美、欧等经济体先后宣布拟针对我国电动汽车等商品加征关税，我们预计如果未来出现地缘政治扰动加大的情况，央行下调政策利率或将水到渠成。

图 9：2023 年三季度 GDP 环比增速偏高



资料来源：万得，信达证券研发中心

## 风险因素

---

政策明显收紧；海外经济下行对出口影响超预期。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。