总量研究中心

14 天逆回购降息点评

宏观经济点评

14 天逆回购利率跟随下调，需更关注货币量的宽松

事件：2020 年 6 月 18 日，人民银行以利率招标方式开展了 1200 亿元逆回购操作，包括 500 亿元 7 天期和 700 亿元 14 天期，7 天期中标利率 2.20%，与此前持平；14 天期中标利率 2.35%，相对此前下调 20bp。

1. 央行重启 14 天逆回购旨在维护半年末流动性平稳，操作利率跟随下调符合预期。继 2 月 10 日开展 14 天逆回购后，今日为该操作工具的再度重启。14 天操作期限更长，且可以跨过半年末，有助于维护半年末流动性平稳，是重启该工具的原因之一。此外，此次 7 天操作利率保持不变，14 天操作利率下调 20bp，为操作利率跟随下调，符合预期。回顾此前央行操作，上一次 14 天逆回购利率下调为 2 月 3 日，为对冲公开市场逆回购到期和金融市场资金集中到期等因素的影响，维护疫情防控特殊时期银行体系流动性合理充裕，2 月 3 日人民银行开展了 12000 亿元逆回购操作。其中 7 天期 9000 亿元，利率为 2.40%，14 天期 3000 亿元，利率为 2.55%，均下调 10bp。2 月 10 日最后一次开展 14 天逆回购后，流动性投放主要通过 7 天逆回购、MLF 来实现。期间 7 天逆回购操作利率再度下调 20bp 至 2.20%，1 年期 MLF 利率从 3.15%下调 20bp 至 2.95%。此次四个月后再度重启 14 天逆回购，并降息 20bp，相当于该政策工具利率的跟随下调，符合预期。

2、往前看，货币政策“价”的下调空间仍然存在，预计 1 年期 MLF 将再下调 10bp 左右；更重要的是货币“量”的宽松，预计全年新增社融 32-35 万亿元，社融增速 13%左右。6 月 15 日央行开展 1 年期 MLF 操作 2000 亿元，且利率维持 2.95%不变，市场对于央行未来是否会进一步降息产生了疑问。我们认为，货币政策“价”的下调空间仍然存在。一方面，虽然当前国内外经济已经开始复苏，但部分地区疫情出现反复，复苏基础仍不牢固。国内方面，很明显的体现就是在基建、房地产投资快速修复的过程中，制造业投资修复明显更弱。因此，需要通过降息的方式来引导实体经济融资成本下降；另一方面，金融向实体经济让利是政策的重要方向之一，昨日国务院常务会议也明确表示“进一步通过引导贷款利率和债券利率下行”，“推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元”。金融向实体让利，一方面需要金融机构主动作为，另一方面还需要央行政策予以支持。因此，我们预计 1 年期 MLF 将再下调 10bp 左右，LPR 利率也将相应下调。**相对于货币政策“价”的宽松，更重要的是货币“量”的宽松。**今年以来政策引导下货币“量”的扩张非常明显。一季度新增社融达到 10.9 万亿元（去年为 8.2 万亿元），4-5 月新增社融 6.1 万亿元（去年为 3.3 万亿元）。实际上，货币量与价是一个硬币的两面，伴随着量的扩张，信贷价格也将保持相对低位，也有助于实体经济融资成本的降低。我们预计今年全年社融为 32-35 万亿元（去年为 25.6 万亿元），全年社融存量增速 13%左右，相对去年明显提升。此外，预计今年再降准两次，为配合特别国债的发行，本周降准的可能性也明显提升。

3、对市场的含义：A 股向上方向明确，利率债相对空间有限。近期国内外疫情出现部分反复，风险偏好有所回落。但疫情对国内外经济、市场冲击最严重的时候均已过去，叠加海外经济活动逐步开放，以及货币、财政大规模的刺激，经济复苏方向是明确的。短期风险偏好的回落实际上提供了较好的入场机会。总体来看，A 股向上方向明确，利率债相对空间有限。

风险提示：货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险等。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH