

经济弱+政策强？

核心观点：

随着出口这架马车不再给力，而同期 CPI 数据继续呈现低迷状态，加之存款利率继续下降，经济弱+强政策预期逻辑持续纵横市场。市场一度博弈下周国内 MLF 降息，表现为股、债、商同涨。加之易纲行长在上海调研时重提“加强逆周期调节”，各方开始想象。

我们认为目前政策呼声很强烈，但愿望和现实可能仍然是两回事。现阶段，服务业依然相对稳健，经济整体也处于缓慢复苏中，可能政策仍有等待空间。

风险提示 政策定力不如预期

南华期货研究所
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290号

戴朝盛：
投资咨询证号：Z0014822

潘响：
期货从业证号：F03107845

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

1. 经济弱+政策强？	1
1.1 出口再次大幅转负.....	1
1.2 新一轮存款利率下降开启.....	2
1.3 市场继续期待政策.....	4
I. 免责声明	5

1. 经济弱+政策强？

1.1 出口再次大幅转负

消费、投资和出口三架马车中，今年以来最出乎意料的是出口，近几个月数据与预期值经常会有非常大的偏差。特别是3月份，预期值为下降7.1%，但实际却是上涨14.8%，差距高达21.9%。因此市场一度猜测今年出口可能远好于预期。这种预期持续到了4月份，我们看到二者差距不大。但是到了5月，这种差距再次拉大，与之前不同的是，此次出口大幅不及预期。在积压效应过去后，5月数据开始展露出口原本的特性——外需定调，同时也意味着之前对出口相对乐观的预期反转，经济再次雪上加霜。

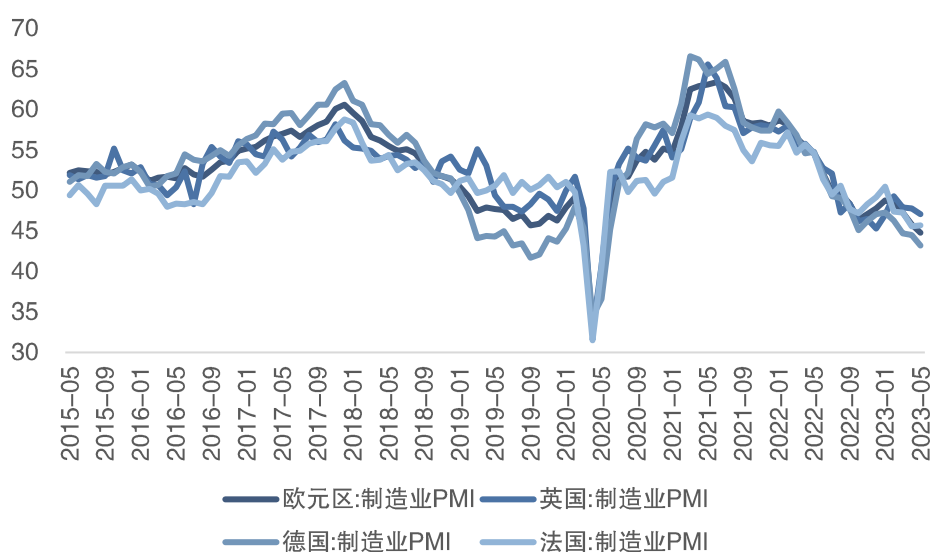
表 1.1.1: 出口预期值与实际值偏差较大

月份	预期值	实际值	偏差
1-2 月	-9.00%	-6.80%	-2.20%
3 月	-7.10%	14.80%	-21.90%
4 月	8.00%	8.50%	-0.50%
5 月	-1.80%	-7.50%	5.70%

数据来源: Bloomberg 南华研究

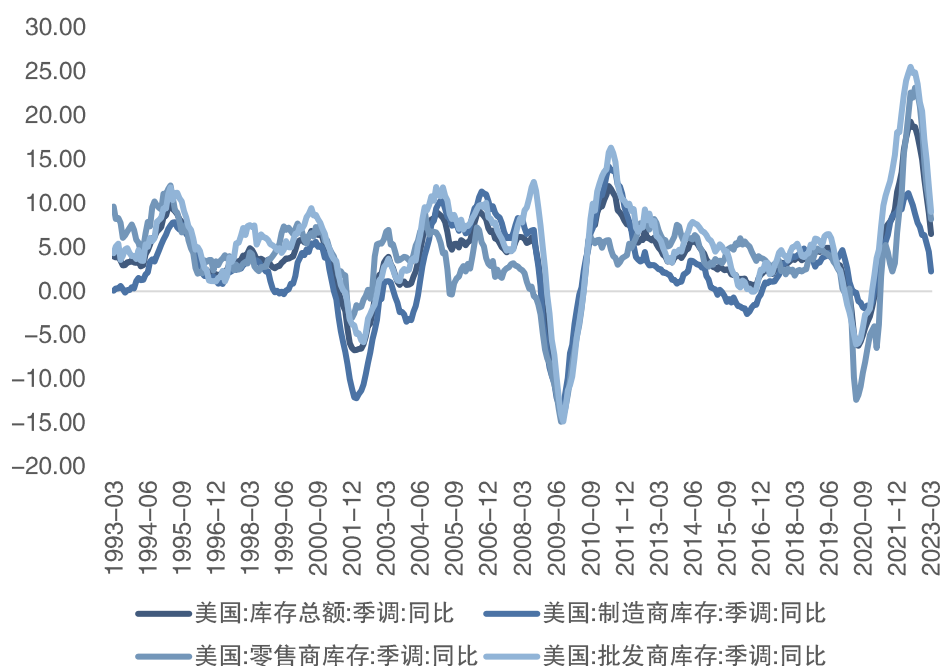
展望未来，全球主要经济体制造业部门仍处于下行趋势，5月美国制造业PMI继续下行，仅为46.9%，而5月欧元区制造业PMI更低，创2020年5月以来新低。与此同时，美国库存周期也未见底，整体外需难见起色，可以预期我们出口形势依然不容乐观。特别是接下来两个月基数很高，出口大概率是要维持大幅负增长的态势。

图 1.1.1: 全球主要经济体制造业继续走低



图片来源: Wind 南华研究

图 1.1.2：美国仍处于去库存周期（%）



图片来源：Wind 南华研究

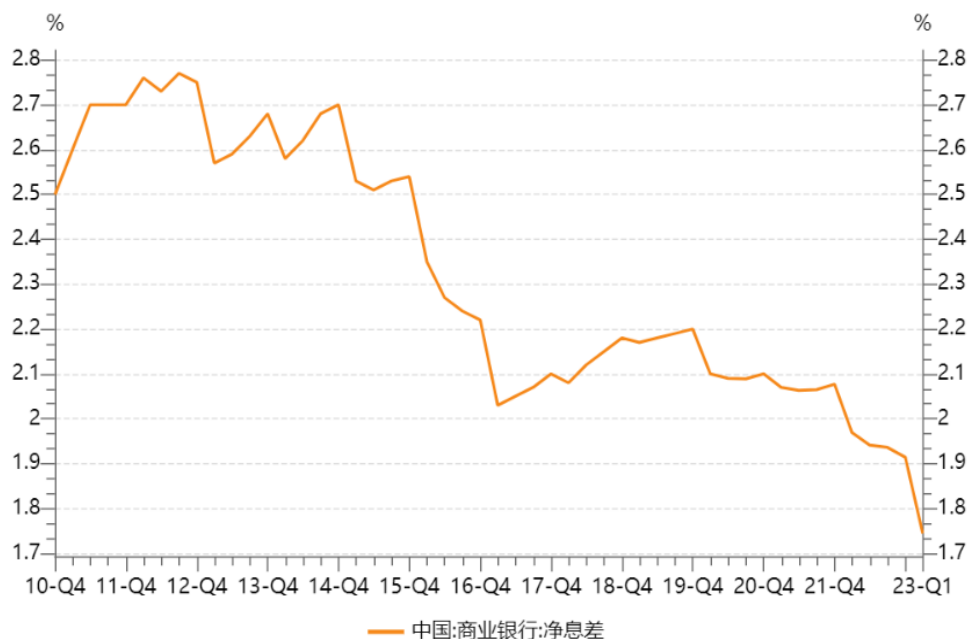
1.2 新一轮存款利率下降开启

银行负债端存款利率下降由传言变现实。6月8日起，多家国有大行调整存款利率，其中，活期存款利率下调5BP至0.2%，2年期挂牌利率下调10BP至2.05%，3年期挂牌利率下调15BP至2.45%，5年期挂牌利率下调15BP至2.5%。时隔9个月，大行再次开启集体下调存款挂牌利率，意味着什么？

首先自然是银行负债端成本再次下降。疫情开启后，为扶持国内经济，货币政策极尽呵护，银行资产端LPR利率不断下降，但负债端利率变化不大，导致银行净息差持续压缩，一季度银行净息差仅为1.74%，是有记录以来的最低水平。存款端利率调整后，银行负债端成本有望获得喘息。

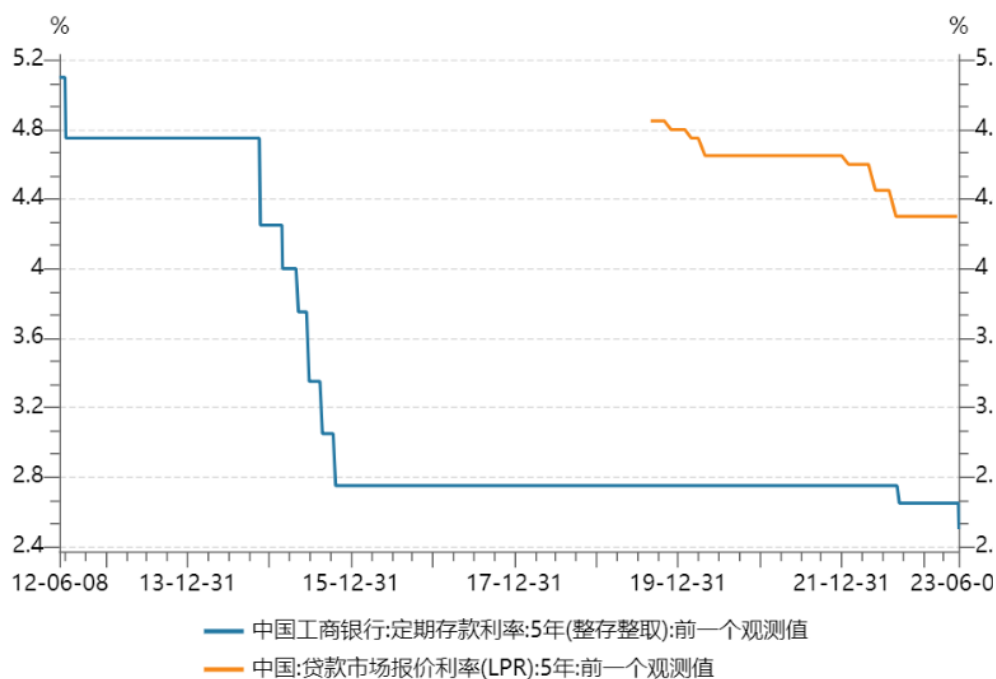
且与上一次不同的是，此次各大银行跟进的节奏会加速。2023年4月10日，市场利率定价自律机制发布“合格审慎评估实施办法（2023年修订版）”，存款利率的市场化调整挂钩MPA考核，如果银行不及时调整，则会被扣分，因此相对而言，此次执行力会比较强。我们应该很快就能看到股份行以及其他一些中小银行同步跟进的新闻。

图 1.2.1：商业银行净息差极低（%）



图片来源：Wind 南华研究

图 1.2.2：疫情期间贷款端非对称性下降（%）



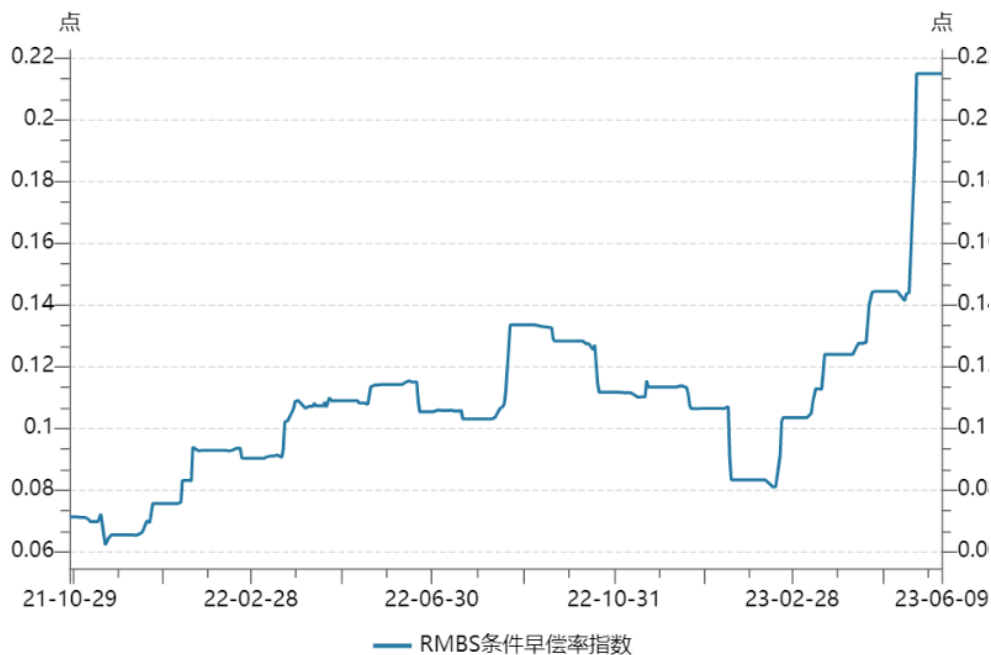
图片来源：Wind 南华研究

其次，存款利率具有收益属性。银行理财净值化管理后，存款几乎成为老百姓唯一相对最确定性的资产保值增值方式。各大行调降存款利率后，私人部门的储蓄收益率也相应走低。我们之前一直提到社融很高，M2很高但M1却依然处于较低水

平，资金存在空转迹象，其中一大原因就是贷款利率低而存款、理财利率高。降低存款利率有利于缓解资金空转现象。

当然随着私人部门收益率的再次下降，居民端去杠杆可能加速。存量房贷利率高，但投资收益率低，可能促使提前还贷现象进一步加剧。

图 1.2.3: RMBS 条件早偿率指数持续走高 (%)



图片来源: Wind 南华研究

1.3 市场继续期待政策

随着出口这架马车不再给力，而同期CPI数据继续呈现低迷状态，加之存款利率继续下降，经济弱+强政策预期逻辑持续纵横市场。市场一度博弈下周国内MLF降息，表现为股、债、商同涨。加之易纲行长在上海调研时重提“加强逆周期调节”，各方开始想象。

我们认为目前政策呼声很强烈，但愿望和现实可能仍然是两回事。现阶段，服务业依然相对稳健，经济整体也处于缓慢复苏中，可能政策仍有等待空间。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	www.nanhua.net
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093



南华期货营业网点

