

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

政策性降息超预期，债市顺风

——2022 年 8 月 MLF、OMO 利率下调点评

2022 年 8 月 15 日

宏观利率/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

张治 CFA

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

主要观点

➤ **通胀和主要经济体货币紧缩背景下，此次政策性降息超出市场预期。**5 月 LPR 非对称调降以来，市场对政策性降息预期并不高。一是国内通胀存在回升压力，尤其是 7 月通胀数据预示未来 5 个月 CPI 回升至 3% 的概率进一步提升。二是主要经济体货币政策处于紧缩通道，对我国降息降准等强力货币政策工具存在制约。三是当前金融市场资金空转现象已经引发央行关注。四是近期央行货币政策表态并未给出降息的预示，甚至在二季度货币政策执行报告中继续强调关注通胀及内外部均衡问题。基于上述因素，此次政策性降息操作大超市场预期。

➤ **经济金融数据疲弱、微观主体信心不足、地产风波以及基建空间有限的情况下，降息又是必要的。**7 月经济数据显示经济弱态延续，房地产投资降幅扩大，消费复苏放缓，制造业投资虽有韧性但拉动不足，唯一支撑还是基建，但基建三季度发力过后空间可能有限。7 月就业情况虽有恢复但不及去年同期，叠加楼市交付问题，房地产销售端、投资端增速依然存在降幅扩大的压力。同时，7 月金融数据下降也是超预期的，需要关注居民资产负债表衰退风险。综上，目前经济短期下行和中期下行形成共振的可能性提升。因此，当前降低 MLF 利率，并以此带动 LPR 下行，进而提振宽信用，对于遏制经济负向反馈具有积极意义。

➤ **政策利率下降能缓解资金利率收敛预期吗？**随着财政因素对资金面影响消退，央行重新获得资金投放的主导权，政策利率有望通过公开市场操作影响银行负债成本。此次政策利率下行后，无论是 DR007 和 7 天逆回购利率之差，还是同业存单和 MLF 利率之差仍处于高位，因此政策利率调降并不意味着资金利率向政策利率回归趋势的改变。杠杆策略可能逐渐变得不太友好但短期仍可维持。

➤ **市场启示：MLF 降息超预期，债市顺风。**MLF 利率下调的最终目的是调降 LPR，而 LPR 调降对于信贷会有短期刺激。从上半年的经济金融数据中可以看出，融资回暖能否持续受多重因素影响，单纯的政策降息和 LPR 下调并非决定宽信用的唯一因素。中期看，微观主体信心恢复、地产危机化解尚需时日，货币政策仍将保持宽松，债市依然顺风。短期看，资金面宽松延续，市场仍然欠配，沿曲线寻找机会大概率推动期限利差回归，长端收益率可能顺势下行。需要关注的是，回溯历史，MLF 利率下调后，10 年国债收益率往往快速回落后短暂反弹。今日 MLF 利率下调后，10 年国债收益率收于 2.6582%，大幅回落 7.65bp，需要警惕未来几个交易日可能面临的反弹可能。

➤ **风险提示：**（1）稳增长增量政策超预期推出可能带动融资持续走升，对债市形成压力。（2）疫情超预期恶化或者好转。

目录

1. 事件回顾.....	3
2. 事件解读.....	3
3. 市场启示.....	4
4. 风险提示.....	5

图表目录

图 1: CPI 走势 (%)	3
图 2: 银行间质押式回购成交量创新高 (亿元, %)	3
图 3: M2 与社融增速差 (%)	4
图 4: 1 年期 MLF 利率及 LPR 走势 (%)	4
图 5: DR007 及 7 天逆回购利率 (%)	5
图 6: 同业存单及 MLF 利率 (%)	5

1. 事件回顾

2022 年 8 月 15 日，央行开展 4000 亿元 1 年期中期借贷便利（MLF）操作和 20 亿元公开市场逆回购操作，1 年期 MLF 和 7 天逆回购中标利率分别降至 2.75% 和 2.0%，下行幅度均为 10bp。

2. 事件解读

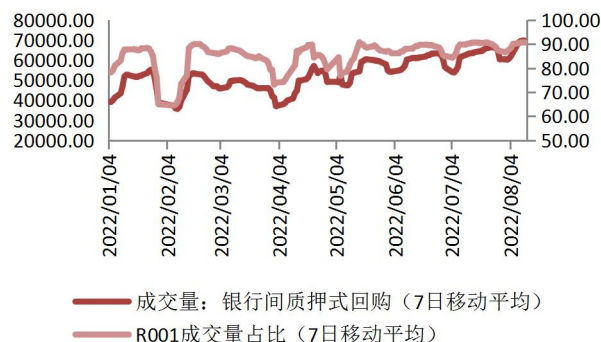
通胀和主要经济体货币紧缩背景下，此次政策性降息超出市场预期。5 月 LPR 非对称调降以来，市场对政策性降息预期并不高。一是国内通胀存在回升压力，尤其是 7 月通胀数据预示未来 5 个月 CPI 回升至 3% 的概率进一步提升。二是主要经济体货币政策处于紧缩通道，对我国降息降准等强力货币政策工具存在制约。三是当前金融市场存在资金空转，引发央行关注。四是近期央行货币政策表态并未给出降息的预示，甚至在二季度货币政策执行报告中继续强调关注通胀及内外部均衡问题。基于上述因素，此次政策性降息操作大超市场预期。

图 1：CPI 走势（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：银行间质押式回购成交量创新高（亿元，%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

经济金融数据疲弱、微观主体信心不足、地产风波以及基建空间有限的情况下，降息又是必要的。同日公布的 7 月经济数据显示经济弱态延续，房地产投资降幅扩大，消费复苏放缓，制造业投资虽有韧性但拉动不足，唯一支撑还是基建，但基建三季度发力过后空间可能有限。就业情况虽有恢复但不及去年同期，叠加楼市交付问题，房地产销售端、投资端增速依然存在降幅扩大的压力。同时，7 月金融数据下降也是超预期的，住户和企业新增中长期贷款大幅回落，需要关注居民资产负债表衰退风险。目前工业产成品库存高位、企业生产经营预期下滑，从而主动融资动力不足。综上，目前经济短期下行和中长期下行形成共振的可能性提升。因此，当前降低 MLF 利率，并以此带动 LPR 下行，进而提振宽信用，对于遏制经济负向反

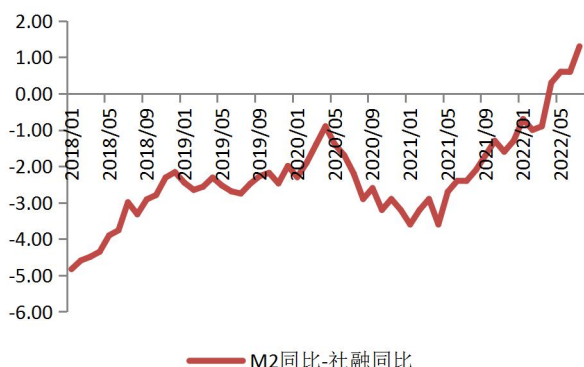
债具有积极意义。

3. 市场启示

此次降息对债市影响如何？我们重点考虑以下几个方面：

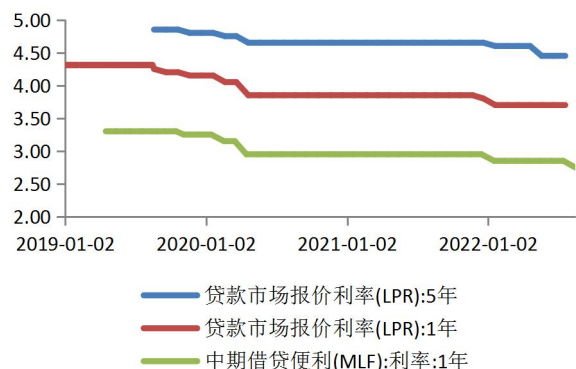
一是政策利率调降能否带动当月 LPR 下调。我们认为 8 月 LPR 大概率会下调。第一，央行二季度货币政策执行报告显示，推动降低企业综合融资成本仍是央行的重点工作之一。第二，当前 M2 增速和社融增速差值持续回升，显示流动性供给明显高于流动性需求。存款利率市场化调整机制形成后，通过存款利率调降也会对 LPR 调降起到积极引导作用，因此即使 MLF 利率不下调，市场对 LPR 下调也具有较强预期，但流程上看不如 MLF 利率直接下调带动 LPR 下调的动作快。第三，2019 年以来，每一次 MLF 利率调降均对应了当月 LPR 的下调，此次 MLF 调降的目的也是比较明确的。从 MLF 利率调降幅度和 LPR 调降幅度关系看，一般 MLF 利率调降幅度和 1 年期 LPR 下降幅度一致。由于 5 年期 LPR 和 1 年期 LPR 目前仍有 75bp 利差，高于 2019 年的 65bp，在目前的经济信用情况下，5 年 LPR 下调 10bp 的概率也较高。

图 3：M2 与社融增速差（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：1 年期 MLF 利率及 LPR 走势（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

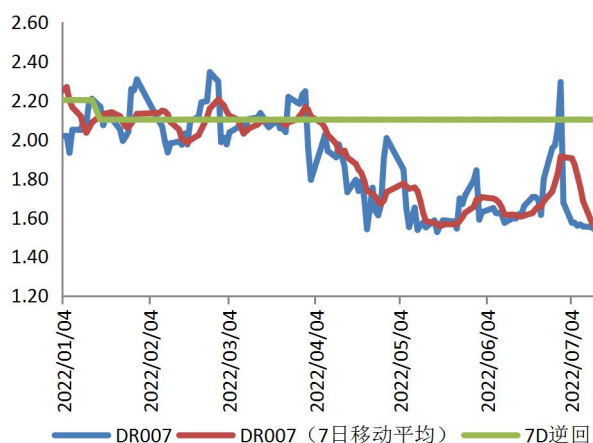
二是 LPR 下调对于促进信贷的作用。2019 年以来，1 年期 LPR 及 5 年期 LPR 分别下调了 6 次和 5 次。回溯 2019 年以来，LPR 下调尤其是 5 年期 LPR 调降对于当月或次月信贷效果是立竿见影的，反映了我国实体经济对于融资利率仍较为敏感。今年 1 月及 5 月 LPR 调降后，1 月及 6 月新增人民币信贷分别高达 4.20 万亿元和 3.05 万亿元。

三是宽信用是否具有持续性。LPR 利率调降大概率刺激短期融资，但结合 1 月及 5 月情况看，融资并未持续回升，显示融资需求受微观主体信心、房企及城投等主要融资主体融资政策限制等多重因素影响。若 8 月 LPR 调降，未来融资需求能否持续回升还需观察，市场短期可能难以形成融资持续回升的预期。从

而债市面临的宏观环境仍然顺风。

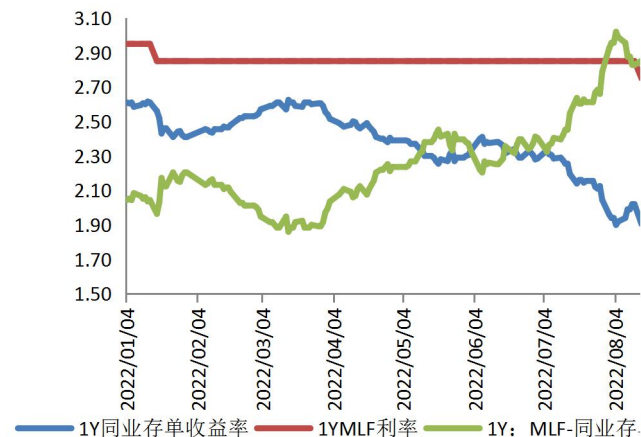
四是政策利率下降能缓解资金利率收敛预期吗？7月以来狭义资金面超宽松状态主要源于财政支出、央行利润上缴等。随着财政因素对资金面影响消退，央行重新获得资金投放的主导权，政策利率有望通过公开市场操作影响银行负债成本。此次政策利率下行后，无论是 DR007 和 7 天逆回购利率之差，还是同业存单和 MLF 利率之差仍处于高位，因此政策利率调降并不意味着资金利率向政策利率回归趋势的改变。

图 5：DR007 及 7 天逆回购利率（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：同业存单及 MLF 利率（%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

市场启示：MLF 降息超预期，债市顺风。MLF 利率下调的最终目的是调降 LPR，而 LPR 调降对于信贷会有短期刺激。从上半年的经济金融数据中可以看出，融资回暖能否持续受多重因素影响，单纯的政策降息和 LPR 下调并非决定宽信用的唯一因素。中期看，微观主体信心恢复、地产危机化解尚需时日，货币政策仍将保持宽松，债市依然顺风。短期看，资金面宽松延续，市场仍然欠配，沿曲线寻找机会大概率推动期限利差回归，长端收益率可能顺势下行。需要关注的是，回溯历史，MLF 利率下调后，10 年国债收益率往往快速回落后短暂反弹。今日 MLF 利率下调后，10 年国债收益率收于 2.6582%，大幅回落 7.65bp，需要警惕未来几个交易日可能面临的反弹可能。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45254

