

# 宏观点评

## 央行超预期降息的背后

**事件:** 8月15日,中期借贷便利(MLF)缩量续作,中标利率下降10个基点;公开市场逆回购(OMO)等额续作,中标利率下降10个基点。

**核心结论:** 本次降息大超预期,既有政策利率对市场利率引导作用下降、市场利率大幅走低的客观因素,也有经济下行压力加大、政策“被迫”发力等主观因素。需注意的是,“货币不是万能的”,当前不是缺钱,缺的是需求和信心,降息的效果可能有限。往后看,宽信用、稳增长的关键还是地产、基建、疫情,短期紧盯稳地产相关政策、补资金缺口的增量政策、基建的中观数据表现、国内疫情演化情况等。

**1、直观看,本次MLF如期缩量,但全面降息大超预期。**7月以来,DR007持续低于逆回购利率,反映银行间市场流动性较为充裕;同时房地产市场再度走弱、疫情反复等,经济“回踩”特征明显。市场普遍预期可能单边下调LPR,本次MLF到期续作更多会是“量缩价稳”。因此,本次MLF缩量续作基本符合市场预期,但MLF和OMO利率同步下调10BP,则属于大超预期。

**2、原因看,缩量主因流动性充裕,降价可认为有“被迫”之意,旨在稳信心、稳地产**

>缩量主因银行间市场流动性已十分充裕,债市“滚隔夜加杠杆”现象突出。7月以来,银行间市场流动性较为充裕,同期央行OMO便已开始进行超季节性缩量。央行在Q2货币政策执行报告中也指出,“操作量根据流动性供需变化灵活调整是正常现象”。因此,在流动性充裕的背景下,央行本次MLF缩量旨在回收过剩的流动性,同时也能一定程度缓解流动性过度充裕导致的债市“滚隔夜加杠杆”的资金空转问题。

>降价既有市场利率大幅走低的客观因素,也有央行“被迫”发力等主观因素:

1)客观上来看存单利率大幅低于MLF利率,政策利率对市场利率引导作用下降,MLF利率有必要向市场利率靠拢。流动性充裕而信贷需求不足背景下,银行并不缺负债,目前各类型银行1年期同业存单的发行利率均回落至2.4%以下,均明显低于MLF利率,国有大行的发行利率更是低至2.0%。同业存单与MLF之间较大的利差使得一级交易商通过MLF进行负债的意愿不足,央行将政策利率下调、向市场利率靠拢。

2)近期经济金融数据表现大幅不及预期,经济下行压力仍大,货币政策“被迫”发力。7月经济数据显示,工业生产小幅回落、消费再度走弱、投资明显回落。结合7月以来信贷社融数据、PMI、高频表现等,均指向当前经济下行压力仍大。因此,本次降息也是央行“在扩大需求上积极作为”、靠前发力的表现。

3)地产“硬着陆”风险加大,仍需政策加码刺激需求、稳定信心。7月地产销售在6月反弹后再度回落,7月房地产投资增速更是跌至2020年3月以来的最低水平,叠加7月中旬以来各地出现的“停贷断供”事件,房地产“硬着陆”风险加大,地产进一步松动的必要性提升,降房贷利率是政策可选项之一。

**3、往后看,8月22日大概率下调LPR,5年期LPR可能降10-20BP(更可能15-20BP),同时,9-10月对冲性降准的概率也进一步加大。**本次降息将为后续调降LPR打开空间,8月22日1年期和5年期LPR均有望下调,尤其是5年期LPR调降的确定性更大。综合考虑到前期降低银行风险拨备比例、存款利率市场化改革等,本次LPR调降幅度可能大于MLF降幅,降幅在10-20BP左右,更可能是15-20BP。此外,本次降息也反映了央行对于当前经济的担忧,叠加9-10月专项债务限额可能落地,以及9-10月MLF分别到期6000亿和5000亿,9-10月也可能对冲性降准。

**4、本质看,降息有用么?“货币不是万能的”,需求不足、信心不足仍是核心问题。**

>客观来看,当前流动性已经近乎“泛滥”,贷款利率也降至历史低位,降息的实质效果可能有限。如前所述,银行间市场流动性目前已经相当充裕,Q2货币政策执行报告披露的数据也显示,6月贷款利率为4.41%、连续3个季度下滑,其中住房贷款利率单季更是大幅下滑0.87个百分点,接近历史低位。因此,当前无论是资金的“量”还是“价”,均不是制约宽信用的主要因素,进一步降息的效果可能有限。

>需求不足、信心不足仍是当前经济的主要矛盾。在疫情冲击、经济预期转弱的背景下,社会整体需求不足、信心不足,集中体现在居民消费低迷、储蓄持续高增、购房意愿下降、企业资本开支收缩等方面。与之相印证的是,7月信贷社融数据中居民短贷再度转为负增、居民按揭再度大幅少增、企业中长贷同比再度少增等数据特征。

**5、往后看,关注4点:**1)稳地产相关政策,包括8月可能降5年期LPR、北上深等核心一二线可能的放松、四大AMC介入进展、地产救助基金进展等,也需关注地产销售恢复情况;2)补资金缺口的增量政策,主要是专项债务限额以及政策性、开发性金融工具的落地情况,以及央行可能的对冲性降准;3)基建的中观数据表现(水泥、沥青、挖掘机等);4)国内疫情的演化情况,以及我国疫情防控策略可能的调整。

**风险提示:** 疫情演化、政策力度、外部环境等变化超预期

### 作者

分析师 熊园

执业证书编号: S0680518050004

邮箱: xiongyuan@gszq.com

研究助理 穆仁文

执业证书编号: S0680121120001

邮箱: murenwen@gszq.com

### 相关研究

1、《7月社融超预期大降的背后》2022-08-15

2、《不少新变化一年中政治局会议7大关注点》  
2022-07-29

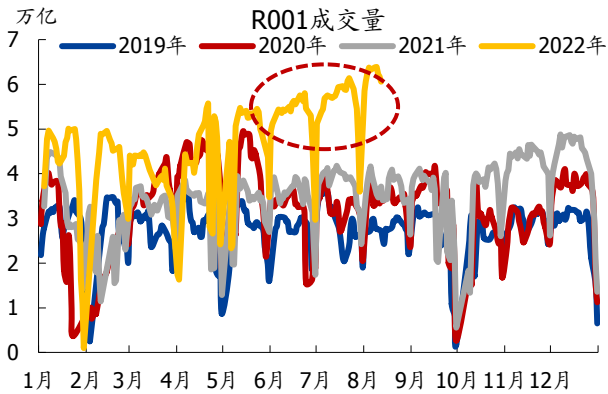
3、《好多新提法—央行二季度货币政策报告7大信号》  
2022-08-11

4、《形势比人强—2022年中期宏观经济与资产展望》  
2022-07-14

5、《连续3天30亿逆回购的背后—兼评央行Q2调查问卷》2022-07-06

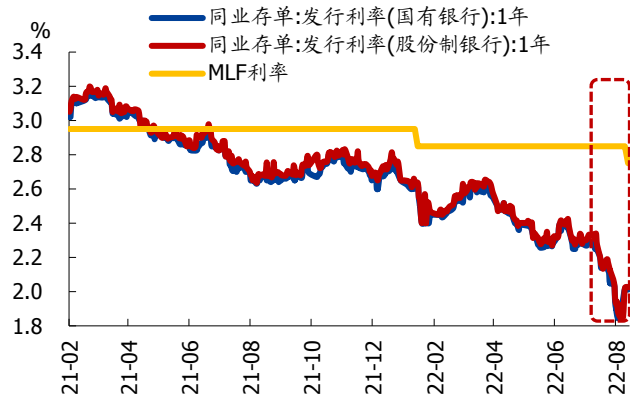
6、《回踩再确认,后续怎么走?—7月PMI5大信号》  
2022-07-31

图表 1: R001 成交量近期突破 6 万亿, 指向债市滚隔夜加杠杆现象突出



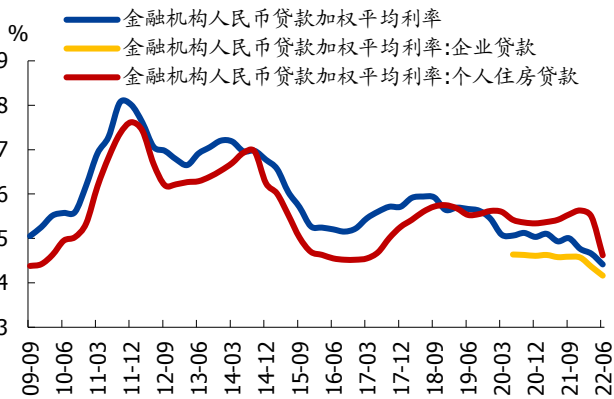
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 近期, 同业存单发行利率持续大幅低于 MLF 利率



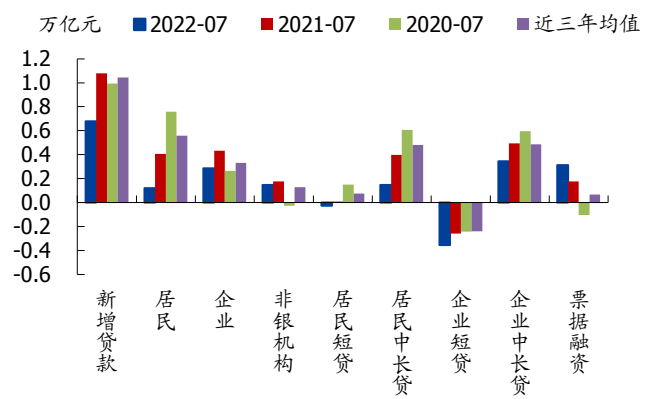
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 目前贷款利率已经降至历史较低水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 7 月信贷结构明显恶化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

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\\_45335](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45335)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn