



蒋飞：或又至降息时点—— 宏观经济专题报告



文/意见领袖专栏作家 蒋飞 李相龙

核心观点

今年自 5 月降息后，政策利率已连续两个月没有变化，但这期间市场利率（如 7 天银行间质押式回购利率、6 个月 SHIBOR 利率等）还在持续下降，甚至已经跌破政策利率，表现出市场对政策利率的背离倾向。结合 2020 年经验我们认为当前政策利率可能会再次下调。

短期利率不升反降，一个原因可能是内需修复动能不足，信用产出效用不高；并且结合多项指标来看，我们预期短期市场利率还会继续下降。当前经济工作目标已转向“力争实现最好结果”以及更加着眼于长期利益，预计更大幅度的刺激政策不会出台，上半年的货币宽松政策可能很难再次出现，整体表现出克制，经济复苏力度不高，融资需求回升乏力。而时间拉长之后，利率必然会继续下降。

当前首套房贷利率已降至 5 年期 LPR 利率 4.45% 附近，虽然还没超过 20BP 的下限，但相比于短期利率 6 个月的 SHIBOR 来看，仍然较高。LPR 利率降低对于商品房销售有较为显著的刺激效果，因此我们认为 5 年 LPR 也仍有下降空间，或有利于需求加快修复。



市场利率陆续跌破政策利率

自从今年 5 月降息之后，已经连续两个月政策利率没有变化了。但这两个月内市场利率还在持续下降，比如 7 天期回购利率从 1.86% 下降至当前的 1.46%，跌破了 1 年期定期存款利率 1.5%；6 个月的 SHIBOR 利率也从 2.14% 下降至当前的 1.88%，跌破了 7 天逆回购利率 2.1%；甚至 2 年期国债利率也再次回落至 2.1% 的水平，跌破 7 天逆回购利率应该就在这两天。虽然从 6 月 25 日开始国股银票利率（这是最直接反映私人融资需求的指标）不再公布，但从其他利率也可以看出私人部门的融资需求在持续下降。

从市场利率和政策利率的关系来看，一般情况下市场利率围绕政策利率变动，只有当市场利率持续背离政策利率时，政策利率才会向市场利率

靠拢。在 5 月 27 日的《短期利率的再思考》报告中我们指出：从利率走廊和市场利率的关系可以看出，央行对某些时间的市场利率下行现象理解为短期现象。只要通过财政政策或其他政策的实施，短期经济会再次回升，政策利率仍处于合理的水平之内，利率走廊可以继续保持不变。

但当前的情况明显不再是市场利率由政策利率引导，而是市场利率将背离政策利率。央行所认为的市场利率短期回落现象，可能会演化成长期的背离。从今年情况来看，当 2 年期国债利率降至 7 天逆回购利率水平时，逆回购利率顺应进行了下调：1 月份 2 年期国债利率即将跌倒 2.2% 时 7 天逆回购利率下调 10BP，之后 2 年期国债利率再次反弹，7 天逆回购利率不再变动。

当前更为突出的现象是不仅 7 天银行间质押式回购利率已经跌破了 7 天逆回购利率，更是跌破了 1 年期定期存款基准利率。上一次跌破 1 年期定期存款基准利率还是在 2020 年疫情发生时，当时 7 天逆回购利率多次下调，从 2.5% 下降至 2.4%，很快再次下调至 2.2%。因此当前政策利率很可能会再次下调，比如 7 天逆回购利率和 1 年期定期存款基准利率均下调 10BP。

图 1：央行货币政策降息时点



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 2：1 年定存利率和 7 天回购利率



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

8月1日，人民银行召开2022年下半年工作会议，分析当前经济金融形势，对下半年重点工作作出部署。其中提到“维护房地产市场融资平稳有序，引导个人住房按揭贷款利率下行，支持刚性和改善性住房需求”。实际上首套房贷利率已经下降至5年期LPR利率4.45%附近，虽然还没超过20BP的下限，但相比于短期利率6个月的SHIBOR来看，仍然较高。5月份下调5年期LPR利率之后，6月商品房销售面积增速出现了明显的改善，不过7月份增速又再次回落，这表明5年期LPR利率下调有利于住房市场的回暖。

图3：央行货币政策 MLF



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 4： 房地产贷款利率



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

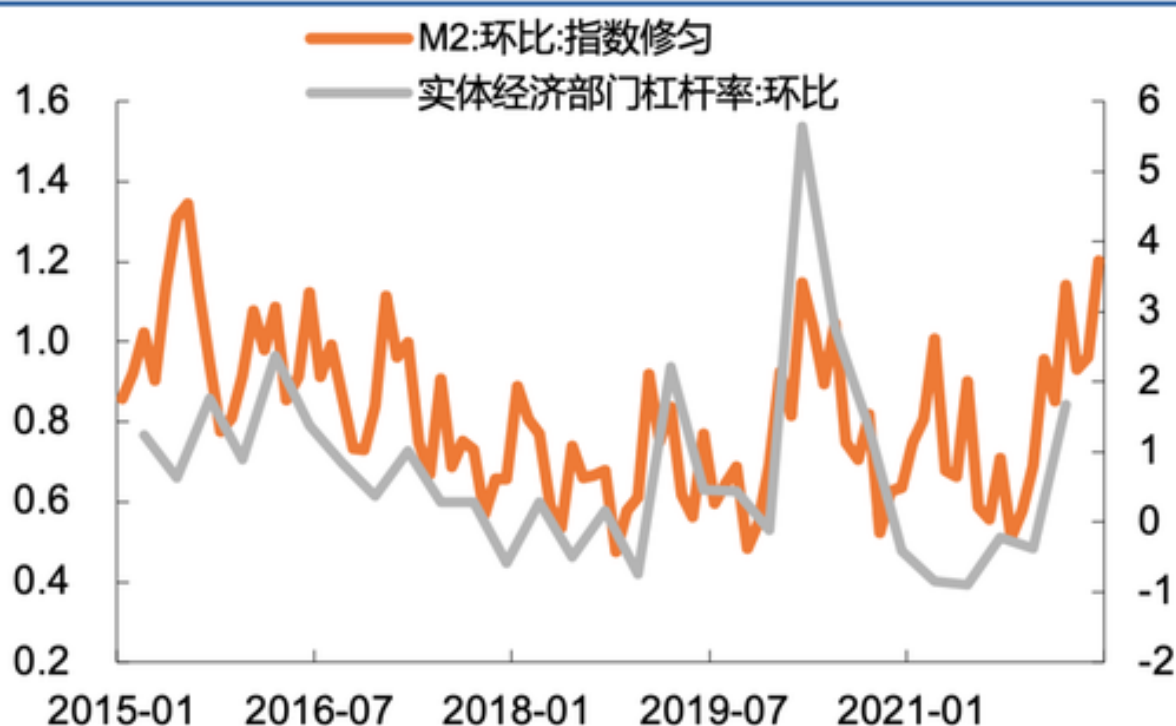
多种因素交织造成利率持续下降

7月28日中央政治局会议在部署下半年经济工作时指出:“财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金,支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕,加大对企业的信贷支持,用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。”7月19日世界经济论坛全球企业家视频特别对话会上总理李克强也指出:“宏观政策既精准有力又合理适度,不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来”。

可以看出,中央已经基本确定下半年经济政策基调。由于当前经济工作目标已转向“力争实现最好结果”,更加重视长期利益,预计更大幅度

的刺激政策不会出台，上半年的货币宽松政策可能很难再次出现，整体表现出克制。也正是这种克制使得当前经济复苏没有过热，刚刚公布的7月份PMI指数再次回落到50以下，部分专家预期的三季度GDP增速会达到6%的预期大幅下降。

图5：M2和宏观杠杆率



资料来源：IFIND，长城证券研究院

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_44982

