



彭文生：利率的底色是增长 ——央行降息点评



意见领袖 | 彭文生等

8月15日，央行宣布公开市场操作利率与中期借贷便利（MLF）利率分别下调10bp至2.00%与2.75%。降息表明央行的首要政策目标仍然是增长，债市杠杆并不是焦点。经济基本面尚未出现改善信号，货币宽松可能会继续。此外，我们认为本次MLF的10个基点的降息未必会带来明显的人民币贬值压力。本文将从宏观、外汇和银行角度对央行降息进行点评分析。



宏观：利率的底色是增长

此次降息的重要背景是当前较差的经济基本面，后续大概率要伴随LPR的调降。8月12日央行发布7月金融数据，7月新增社融7561亿元，同比少增3191亿元。8月15日，统计局发布7月经济数据，工业增加值、

固定资产投资增速均放缓，地产投资、销售量价、资金增速全线回落，社会消费品零售同比仅增长 2.7%，大幅低于预期的 5.3%。在此背景下，央行调降 MLF 和 OMO 利率，接下来大概率要继续引导 LPR 下降，从而降低实体经济的融资成本。在 2 季度货币政策报告中，央行提出发挥贷款利率市场报价机制的“指导作用”（1 季度报告中未提到）。

本次降息进一步明确货币政策的首要目标是稳增长，这将会改变市场对于短端利率路径的预期，从而拉低期限利差：

▶ 本次降息充分说明了当前央行的首要目标是稳增长，短端利率上升的担忧被明显淡化。6 月以来，债券市场的杠杆交易活跃、回购交易量明显上升，单日回购成交量连续突破 6 万亿元、7 万亿元关口，市场一度担心央行是否会因为债券市场的杠杆过高来调整货币政策，此外央行对结构性通胀的表述也引发了市场对于流动性收紧的担忧，尤其是短端利率的调整。本次降息可以说在很大程度上打消了这种担忧，在没有增长企稳的明确信号之前，央行仍然会继续保持一个相对宽松的货币状态。

▶ 这次降息的一个重要背景是市场利率已经大幅偏离政策利率中枢、一级交易商投标量减少。4 月以来，DR007 的均值在 1.6%，进入 8 月之后进一步下降、中枢为 1.3%，已经大幅低于此前的政策利率（2.10%）；此外，8 月以来 1 年期 AAA 级同业存单利率均值是 1.96%、1 年期 AA 级同业存单利率均值是 2.02%，也明显低于此前的 MLF 利率（2.85%）。央行在二季度货币政策执行报告中表示“7 月以来，一级交易商的投标量继

续减少”，MLF 利率大幅高于市场利率降低了交易商的投标意愿以及 MLF 的政策引导作用。因此，本次价降但量缩，相较于即将到期的 6000 亿元 MLF，本次仅投放 4000 亿元。当然，降息的宣布防止了市场向紧缩方向解读本次 MLF 缩量。

降息之后，资金利率能否再大幅下行有待观察。一个并不完全严谨的参考是，2017 年 12 月时同业存单利率高于 1 年期 MLF 利率 200 个 bp 以上，2018 年 MLF 利率调升后，虽然同业存单利率短期内有所上升，但并未突破 2017 年 12 月高点，并随着经济基本面的走弱在 2018 年年中之后逐步下行。我们预计，未来资金利率是否能够继续下行，仍然取决于基本面的进一步变化，并不完全与政策利率调整的步调一致。

▸ 降息的结果大概率是长端利率的下降以及期限利差的收窄。由于对于短端利率上升的担忧被淡化，作为未来短端利率路径加权预期的结果，长端利率的下行可能会比短端利率的下降更为确定，长短端利差可能因此收窄。从另一个角度看，M2 增速与社融增速的裂口仍在扩大，流动性淤积的状况并未改善，指向长端利率仍有下降空间。

如果本次降息能够顺利引导 LPR 的 10bp，那么可以为实体经济节约 2000 亿元的年化利息成本，但效果需要逐步体现。如果 LPR 能够调降 10bp 左右，截至 7 月人民币贷款余额 200 万亿元，调降 10bp 的贷款利率能为实体经济一年节约付息成本 2000 亿元，相当于 M2 的约 0.1 个百分点、GDP 的 0.2 个百分点，但是存量贷款利率的调整时间是根据合同中的定价

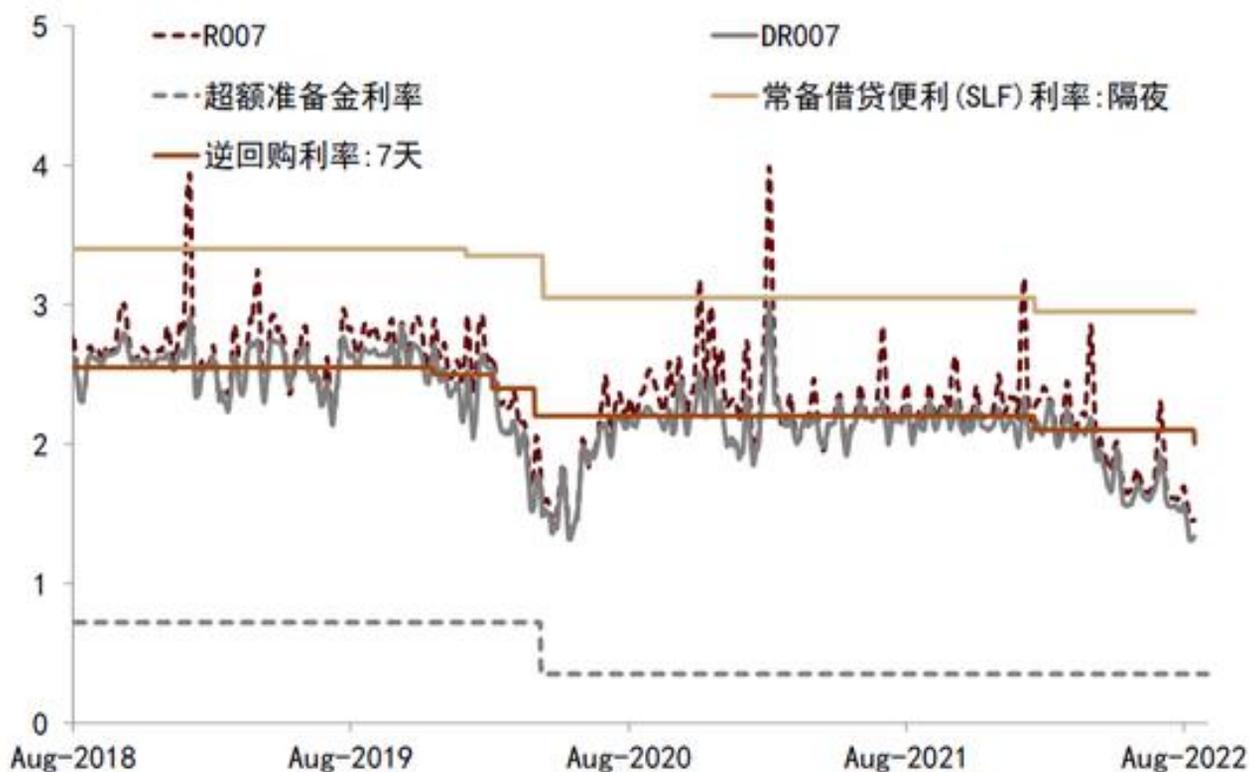
日规定的，因此这一效果可能仍然需要一定的时间释放。

货币宽松的支持最终能否转化为实体经济的回升，仍然需要依赖财政、房地产和疫情的变化。今年以来，M2 与社融的增速差距不断扩大，意味着社会总体的风险偏好较低，降息对新增贷款需求的拉动幅度待观察，财政的发力仍然是短期内提振总需求最重要的因素，如果基建能够转化为实物工作量的切实上升，那么会直接支撑总需求。除了财政发力外，开发商信用问题和疫情的变化仍然对社会风险偏好形成较大扰动。目前来看，房地产信用问题尚未得到完全解决、居民购房信心仍未恢复，8 月第一周新房销售同比跌幅再次扩大到 30%，短期内还没有看到房地产的投资增速止跌的先行信号；疫情的反复也对刚刚恢复的线下出行需求形成了一定的扰动，实际消费增速已经连续 5 个月负增长，接近 2020 年疫情期间实际消费连续负增长的时间（7 个月）。

但在底线以内，政策仍然会动用各种力量稳增长，货币宽松可能继续。目前来看，政府在坚持避免地产道德风险与地方政府隐性债务风险。前者体现在对房地产开发商的处理上，政府不急于动用财政资源直接救助；后者则体现在政策仍然坚持对专项债项目质量的高要求。但在这两个底线以内，政策正在尝试各种努力提振经济的增长，在经济基本面回升之前，货币宽松难以转向。而从更长的时间维度来看，这样的货币宽松也在积累通胀上升的压力。

图表：短端资金市场利率大幅低于政策利率水平

%，7天移动平均



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表：1年期同业存单利率也明显低于政策利率水平



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表：降息后，当前较高的期限利差有望收窄



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表：M2 增速与社融增速裂口扩大，长端利率仍有下行空间

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_45267

