

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：吴彬

执业证号：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

8 月 15 日，央行开展 2040 亿元 OMO，中标利率为 1.80%，此前为 1.90%；开展 4010 亿元 MLF 操作，中标利率为 2.50%，此前为 2.65%。

➤ **降息并不意外，略超预期的是本次 MLF 下调力度较大。**

2020 年以来 OMO 利率每次调降 10BP，本次 OMO 利率调降延续这一节奏。这次略超预期的是 MLF 调降幅度，一次性下调 15BP，下调力度较大。回顾历史，也就疫情扩散初期，2020 年 4 月，那一次 MLF 利率调降 20BP，高于本次。相较之下，本次 MLF 单次利率调降 15bp，联动 OMO 利率下调 10bp，可以说降息力度偏强。

市场之前一直期待国内经济动能在今年年内迎来一轮反弹，尤其是库存周期见底回升，我们一直持有判断，当前重要的是地产销售中枢下降的大趋势。

在地产大趋势面前，小周期波动不重要。故而我们之前就坚定看年内有多次降息。

本次 MLF 超预期下调，再次确认当前基本面偏弱，地产销售仍在下降事实。

➤ **之前市场预期降息最快到四季度，我们反而认为 8 月就应降息。**

7 月社融新增规模大幅低于预期，我们理解这是 8 月降息的触发因素。

7 月社融新增规模较去年同期减少，其中固然有居民提前还贷季节性因素影响，但不可否认的是当前地产销售不佳，带动金融资产负债表承压。债务压力倒逼降息，这或是 8 月降息最重要的政策考量。

近期一系列债务风险个案，也显示当前债务压力有所增强。

无论是头部房企债务违约担忧，还是部分信托产品的兑付压力，核心本质仍是地产下行周期下，债务压力沿融资渠道逐级扩散，这是居民去杠杆引发的连锁反应。

配合化解城投债务风险也可能是触发因素之一。

政治局会议定调推出一揽子化债解决方案，央行此时降息，为后续化债奠定基础。

➤ **当前宏观核心矛盾是地产销售下台阶这一大趋势。**

民生宏观团队自 2021 年以来持续跟踪地产表现，国内研究方面布局大量精力在地产。我们认为地产之所以重要，因为地产关系到债务走向，影响国内货币政策，进而决定大类资产是否能够经历一轮分母端驱动行情。

按此推演，只要地产没有企稳，央行降息窗口便在，不排除年内会有新一轮存款利率下调的可能性。地产大方向下行过程中，高息资产或将逐一“消失”，利率无熊市。

相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：交易热度降温-2023/08/13
- 2.2023 年 7 月金融数据点评：眼下重要的是什么-2023/08/12
- 3.美国 7 月 CPI 数据点评：美国通胀“蜜月期”或已过去-2023/08/11
- 4.2023 年 7 月物价数据点评：如何看待 CPI 和 PPI 同比双负-2023/08/09
- 5.宏观专题研究：还能用票据利率预测信贷么？-2023/08/09

➤ **8月有降息或无降准，我们预计降准窗口最快或是9月。**

8月央行已经降息，到期MLF已经得到妥善延续，我们预计8月降准概率低。

2020年以来，没有一个月央行实施既降准又降息。此外，降准锚定银行扩表空间。7月信贷扩张疲弱，银行并未因为信用扩张过快而流动性偏紧。

8月专项债发行节奏或较7月加快，但目前高频数据显示，商业银行扩表节奏有限，预示8月降准必要性低。

我们认为最快的降息窗口或在9月。

9月本身是社融扩张大月，银行扩表动能会更强。此外，连续8-9月专项债发行节奏加快，或在9月推高银行信用扩表。故而我们预计降准最快会在9月看到。

➤ **降息之后汇率怎么办？央行或启用汇率管理工具，加大汇率调控。**

我们强调，中国央行对内的货币调控，极少时间让位给汇率。

以往经验显示，人民币汇率贬值的同时，央行都多次降准降息。但为缓解汇率贬值压力，央行会在宽货币同时，运用多种汇率管理工具对冲汇率贬值压力，我们认为这次也不例外。

7月央行已经上调跨境融资宏观审慎调节参数。若后续汇率继续走弱，央行可能会下调境内企业人民币境外放款的宏观审慎调节系数、提高币种转换因子。另外，外汇流动性调节工具如降低外汇存款准备金率、上调远期业务外汇风险准备金率等也可能会再次启用。

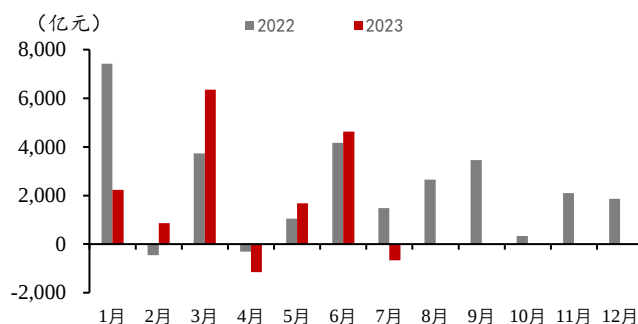
➤ **风险提示：**汇率波动超预期、海外货币政策超预期

图1：社融增速创历史新低



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：居民中长贷再度转负



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：央行降息时间一览

	OMO	MLF	LPR:1年	LPR:5年
2019年8月20日			-6bp	
2019年9月20日			-5bp	
2019年11月5日		-5bp		
2019年11月18日	-5bp			
2019年11月20日			-5bp	-5bp
2020年2月3日	-10bp			
2020年2月17日		-10bp		
2020年2月20日			-10bp	-5bp
2020年3月30日	-20bp			
2020年4月15日		-20bp		
2020年4月20日			-20bp	-10bp
2021年12月20日			-5bp	
2022年1月17日	-10bp	-10bp		
2022年1月20日			-10bp	-5bp
2022年5月15日				-15bp
2022年8月15日	-10bp	-10bp		
2022年8月22日			-5bp	-15bp
2022年6月13日	-10bp			
2022年6月15日		-10bp		
2022年6月20日			-10bp	-10bp
2023年8月15日	-10bp	-15bp		
2022年8月21日			?	?

资料来源：中国人民银行，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026