

2023年08月15日

降息如期而至，年内降准降息仍有空间

事件点评

人民银行货币政策操作点评（8.15）

投资要点

- ◆ **8月15日，央行时隔两个月实施年内第二次降息，MLF利率（1Y期）和7天逆回购利率分别下调15BP、10BP至2.5%和1.8%。**
- ◆ **在房地产市场探底、居民去杠杆持续、制造业和基建投资有赖于中长期信用支持的背景下，本次降息符合我们此前预期。**今年前7个月，宏观经济表现和市场预期之间存在三大明显的差异：其一，房地产市场的调整呈现出比市场预期更强的长期性、结构性特征，而非短期政策约束特征，市场对房地产市场特别是一线城市需求侧刺激政策期待过高，但现实情况是地产去杠杆仍在中段尚未底部企稳。其二，房地产市场的持续调整、以及经济结构的持续优化过程中，居民财富效应预期偏弱，对中高收入人群为主力的大宗可选商品消费、高档服务消费形成超市场预期的抑制。其三，稳增长政策着力点在于制造业投资布局现代化产业体系建设、基建投资稳就业并改善大众消费两条主线，又超出了市场预期。在房地产市场探底、居民去杠杆持续的阶段，各国都选择实施连续、合理幅度的货币宽松措施，以稳定居民和企业部门的投资预期，避免需求收缩，同时今年财政政策空间狭窄，制造业和基建投资也在更大程度上有赖于中长期信用的持续支持。本次降息完全符合我们的预期。
- ◆ **小幅降息旨在进一步促进制造业和基建投资、以及稳定房地产市场预期，向1年期LPR和MLF倾斜的操作模式有利于压低存款利率，兼顾稳定投资和优化银行净息差两大目标。**本次降息从结构上也出现了如我们预期的向1年期倾斜的方向。1Y MLF利率下调幅度更大符合我们此前的结构性预期，即当前的货币政策中性偏松操作既要顾及对制造业、基建投资的促进和房地产供需两侧的信心稳定作用，也要修复银行净息差，巩固商业银行的长期信用扩张能力。利率下调的不同幅度对不同部门的影响是非对称的，小幅连续降息对项目投资久期较长的制造业、基建投资带来的成本节约效应更显著，类似于2015年的大幅降息则更大程度上利好房地产市场信心但容易触发一线城市泡沫，当前的政策选择显然是促进前者而稳定后者。
- ◆ **展望：预计年内降准降息仍有空间，本月以及四季度潜在的LPR下调预计都将向1Y LPR倾斜，制造业、基建投资实际增速下半年有望维持相对高增区间。**当前我们处在国际竞争环境日益复杂严峻、国内房地产市场调整仍需时间的压力叠加阶段，我们预计年内经济政策仍将持续强调加快现代化产业体系和稳就业改善收入，在地产去杠杆底部企稳之前，先进制造业投资和基建投资持续需要企业中长贷更大力度、更具确定性的保障，年内降准降息仍有较大空间。本次降息之后，首先预计8月1Y LPR下调15BP，5Y LPR下调10BP或15BP；预计四季度1Y LPR和MLF利率再下调15BP，5Y LPR再下调5-10BP；预计年底前7天逆回购利率再降0-10BP。此外因本次降息后要求银行间资金面较之前更为充裕，加之9月、12月分别将遇到年内流动性最为紧张的单月，维持年底前降准75BP的预测不变，9月降准50BP、12月降准25BP的概率进一步提升。有序引导存量房贷利率下行预计仍将坚持LPR传导框架，并辅之以未用足的公积金贷款额度置换为主，维持本轮地产政策结构性放松以二三线城市用足现有框架内空间为主的预测不变。
- ◆ **风险提示：**汇率短期贬值压力大于市场预期风险。

分析师

秦泰

 SAC执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsc.cn

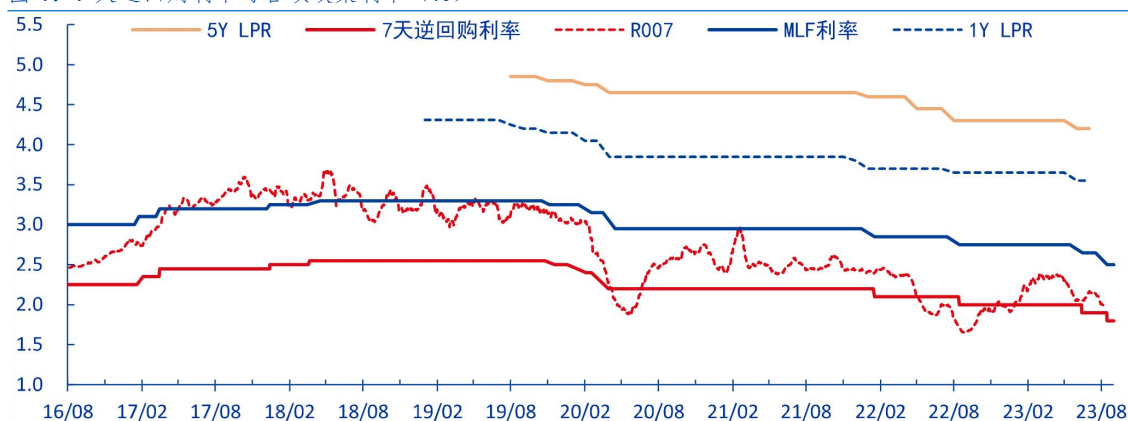
相关报告

华金宏观·双循环周报（第21期）-中美通胀、利率、房地产市场对比 2023.8.13
 金融数据速评（2023.7）-坚持底线思维，期待大幅降准 2023.8.11
 CPI、PPI点评（2023.7）-内需基本见底，刺激政策侧重可持续性 2023.8.9
 进出口数据点评（2023.7）-外部环境复杂严峻，制造业高级化久久为功 2023.8.8
 美联储货币政策与利率（上）：框架及1968-1984-REBORN 2023.8.7



事件：8月15日，央行进行4010亿MLF操作，与当月到期量（4000亿）基本持平，利率下调15BP至2.50%，时隔两个月再度下调MLF利率（此前于6月下调10BP至2.65%）。当日开展2040亿7天期逆回购操作，利率下调10BP至1.8%，上次下调也发生在6月，幅度与本次相同，也是10BP。

图1：7天逆回购利率与各项政策利率（%）

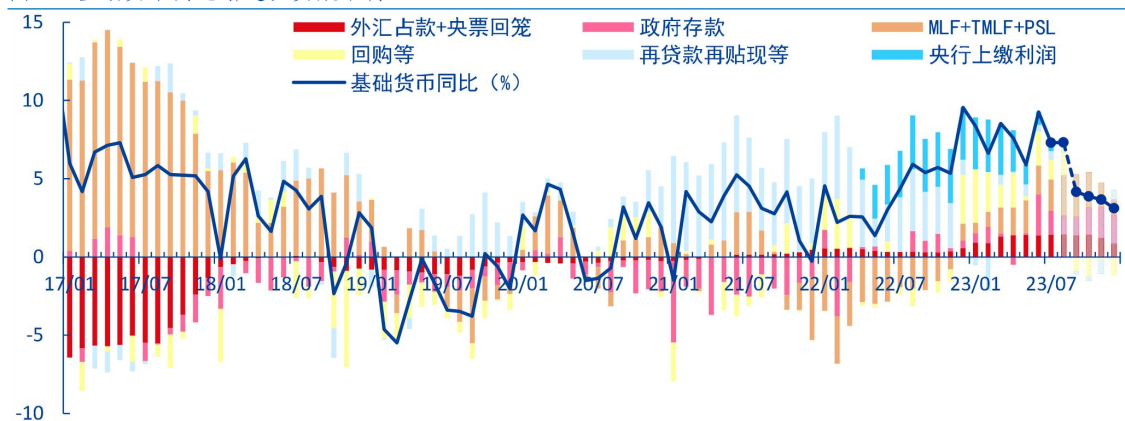


资料来源：CEIC，华金证券研究所

一、在房地产市场探底、居民去杠杆持续、制造业和基建投资有赖于中长期信用支持的背景下，本次降息符合我们此前预期。

今年前7个月，宏观经济表现和市场预期之间存在三大明显的差异：其一，房地产市场的调整呈现出比市场预期更强的长期性、结构性特征，而并非短期政策约束特征，反映出居民部门在外部产业链竞争压力日趋复杂严峻的国际环境大背景下，对于国内过度向东南沿海狭长地带集中的高端工业体系布局所导致的城镇化失衡和人地矛盾日益突出问题的系统性反思；市场在7月底政治局会议不提房住不炒、住建部提到“实施好”三项政策、央行提到依法有序调整存量房贷利率之后，对房地产市场特别是一线城市需求侧刺激政策期待过高，但现实情况是地产去杠杆仍在中段尚未底部企稳。其二，房地产市场的持续调整、以及经济结构的持续优化过程中，居民财富效应预期偏弱，对中高收入人群为主力的大宗可选商品消费、高档服务消费形成超市场预期的抑制。其三，稳增长政策着力点在于制造业投资布局现代化产业体系建设、以及基建投资稳定中低收入人群就业并改善大众消费，这两条主线又超出了年初以来市场预期的强度。回顾近三十年的全球经济发展历史，在房地产市场探底、居民去杠杆持续的阶段，各国都选择实施连续、合理幅度的货币宽松措施，以稳定居民和企业部门的投资预期，避免需求收缩，同时今年财政政策空间狭窄，制造业和基建投资也在更大程度上有赖于中长期信用的持续支持。在上述经济背景下，本次降息完全符合我们从年初以来、6月降息后进一步强调的货币政策中性偏松的降准降息预期。

图 2：基础货币同比增速及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

二、小幅降息旨在进一步促进制造业和基建投资、以及稳定房地产市场预期，向 1 年期 LPR 和 MLF 倾斜的操作模式有利于压低存款利率，兼顾稳定投资和优化银行净息差两大目标。

关注到本次降息从结构上也罕见出现了如我们预期的优化方向：1 年期的 MLF 利率本次下调 15BP，幅度比 7 天逆回购利率大 5BP。一方面，7 月居民加速去杠杆拖累信贷社融增速回落加快，银行间资金需求不旺，全月短端资金利率小幅偏低，10BP 的 7 天逆回购利率下调幅度与资金面情况相符。另一方面，1Y MLF 利率下调幅度更大符合我们此前的结构性预期，即当前的货币政策中性偏松操作既要顾及对制造业、基建投资的促进和房地产供需两侧的信心稳定作用，也要修复银行净息差，巩固商业银行的长期信用扩张能力，预计本月与存款利率上限直接挂钩的 1Y LPR 下调幅度大于 5Y 期 LPR，或至少相等。此外，关注到利率下调的不同幅度对不同的久期敏感度的部门的非对称影响，小幅连续降息对项目投资久期较长的制造业、基建投资带来的成本节约效应更为显著，而类似于 2015 年的大幅降息则更大程度上利好房地产市场信心但容易触发一线城市泡沫，当前的政策选择显然是促进前者而稳定后者。

图 3：货币乘数同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

三、后续货币政策操作展望：预计年内降准降息仍有空间，本月以及四季度潜在的 LPR 下调预计都将向 1Y LPR 倾斜，地产政策结构性放松以二三线城市用足现有框架内空间为主，制造业、基建投资实际增速下半年有望维持相对高增区间。

当前我们处在国际竞争环境日益复杂严峻、国内房地产市场调整仍需时间的压力叠加阶段，我们预计年内经济政策仍将持续强调加快现代化产业体系建设和稳就业改善收入，在地产去杠杆

底部企稳之前，先进制造业投资和基建投资持续需要企业中长贷更大力度、更具确定性的保障，年底之前以较大的力度实施降准，以低成本、高效率的方式足额向银行体系投放中长期流动性，保障上述两大融资需求能够得到很好的满足，是当前既具备政策空间，也有很强可操作性的最优选择，在此基础上再考虑进一步向 1Y LPR 倾斜的小幅降息，更可获得兼顾促进有效投资、改善银行息差的结果。

具体来看，本次降息之后，首先预计 8 月 1Y LPR 下调 15BP，5Y LPR 下调 10BP 或 15BP；预计四季度 1Y LPR 和 MLF 利率再下调 15BP，5Y LPR 再下调 5-10BP；预计年底前 7 天逆回购利率再降 0-10BP。此外因本次降息后要求银行间资金面较之前更为充裕，加之 9 月、12 月分别将遇到年内流动性最为紧张的单月，维持年底前降准 75BP 的预测不变，9 月降准 50BP、12 月降准 25BP 的概率进一步提升。有序引导存量房贷利率下行预计仍将坚持 LPR 传导框架，并辅之以未用足的公积金贷款额度置换为主，维持本轮地产政策结构性放松以二三线城市用足现有框架内空间为主的预测不变。

风险提示：汇率短期贬值压力大于市场预期风险。

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn