

中国经济 | 点评报告

降息 15BP：及时雨到来

——央行动态跟踪系列 1

报告要点

8月15日央行分别下调MLF、OMO利率15BP、10BP。综合内外部环境来看，当前下调MLF利率的必要性与充分性均已具备，此次MLF下调方式和幅度则在“意料之外”，MLF非对称下调或旨在引导后续LPR报价调降、降低房贷利率。展望未来，短期来看，7月LPR或将随之下调，考虑银行息差压力，非对称下调可能性较大，5年期LPR预计下调15BP-20BP，1年期LPR预计下调10BP-15BP。长期来看，年内仍有持续降准降息的必要。

分析师及联系人



于博

SAC: S0490520090001



宋筱筱

SAC: S0490520080011



蒋佳榛

降息 15BP：及时雨到来

——央行动态跟踪系列 1

事件描述

8月15日央行开展4010亿元MLF和2040亿元逆回购操作，MLF、逆回购利率分别下调15BP、10BP至2.50%、1.80%。

事件评论

- **此次MLF下调是否符合预期？下调方式和幅度均在“意料之外”。**首先，从下调方式上来看，以往MLF与OMO利率的调整幅度多保持一致（此处将相邻两个月的先后调整视为一致调整，如OMO、MLF利率先后在2020年3月、4月下调20BP），此次MLF与OMO利率的非对称下调为2016年3月以来首次。其次，从下调幅度来看，2016年3月以来，MLF利率多按照5BP、10BP的幅度进行调整，此次MLF利率下调15BP、下调幅度仅次于2020年4月的20BP。本次MLF非对称下调或旨在引导后续LPR报价调降、降低房贷利率，而OMO利率下调幅度较低或意在防止资金空转。
- **为何在当下时点下调MLF利率？综合内外部环境来看，当前下调MLF利率的必要性与充分性均已具备。**（1）从社融信贷来看，7月居民、企业中长贷同比双双转负，房价下跌、居民提前还房贷有形成负向循环的倾向；（2）从物价来看，7月CPI同比转负，亦指向当前国内需求恢复较慢；（3）从利率债供给来看，8月以来地方政府债发行已有提速，“一揽子化债方案”下特殊再融资债券或重启，财政发力、地方化债需要降息的配合；（4）从海外加息节奏来看，美国核心通胀压力趋于缓和，市场预期9月美联储将暂停加息，6月央行降息亦是在美联储暂停加息背景下开启；（5）从汇率来看，人民币汇率走弱对当下出口有一定提振作用，且国内经济环比下行斜率最快阶段或已过去，不具备大幅贬值基础。
- **展望未来，短期来看，7月LPR或将随之下调，考虑银行息差压力，非对称下调可能性较大，5年期LPR预计下调15BP-20BP，1年期LPR预计下调10BP-15BP。**首先，当下商业银行净息差压力较大，2023年3月末已降至1.74%，且考虑到后续将依法有序调降存量房贷利率，为呵护银行净息差，本次非对称下调LPR的可能性较高，1年期LPR降幅或在10-15BP左右。其次，本次MLF下调15BP或旨在维稳地产，参考2022年8月同样旨在维稳地产的降息操作，1年期MLF、1年期LPR、5年期LPR分别调降10BP、5BP、15BP，因此本月5年期LPR降幅或高于1年期MLF，预计降幅在15BP-20BP。
- **长期来看，年内仍有持续降准降息的必要。**（1）**政府债发行和MLF到期冲击资金面，仍需降准维稳。**监管要求加快专项债发行和使用，预计8、9月专项债月度发行规模在5000亿-6500亿左右，环比有明显提升，以及“一揽子化债方案”背景下特殊再融资债或将重启，专项债和特殊再融资债发行或将对债券供给产生冲击，叠加9-12月MLF到期规模较高，仍需降准来维稳资金面。（2）**从不同部门的负债成本来看，仍有持续降息的必要。**从政府部门来看，我们测算2022年末政府付息支出率6.3%，高于当前名义GDP水平，也就是说政府部门的融资成本低于经济整体投资回报率，财政发力、地方化债均需货币政策配合。从居民部门来看，贝壳7月百城首套主流房贷利率平均为3.90%，二套主流房贷利率平均为4.81%，而全市场6个月理财产品预期收益率为1.8%，年化收益率约3.6%。本轮降息后，首套、二套房贷利率或随之下调至3.75%、4.66%左右，仍高于全市场理财产品预期收益率，且北京、上海等一线城市房贷利率尚有点，居民负债成本高于二三线城市。考虑当前地产逐步从投资品转变为消费品，若房价持续下跌，与资产收益率不匹配的融资成本将进一步冲击居民信心，进而导致信贷收缩、提前还房贷，形成房价与信贷的负向循环。因此，持续降准降息，一线城市限购限贷放开、房贷利率加点下调等政策组合拳仍需优化升级和落地，以维稳房价、提振信心。

风险提示

- 1、国内经济修复超预期；
- 2、美国加息节奏超预期；
- 3、LPR调降幅度不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

相关研究

·《社融增速触底了吗？——7月金融数据点评》

2023-08-12

·《迎接价格底——7月通胀数据点评》2023-08-09

·《出口为何持续回落？——7月外贸数据点评》

2023-08-08



更多研报请访问
长江研究小程序

图表目录

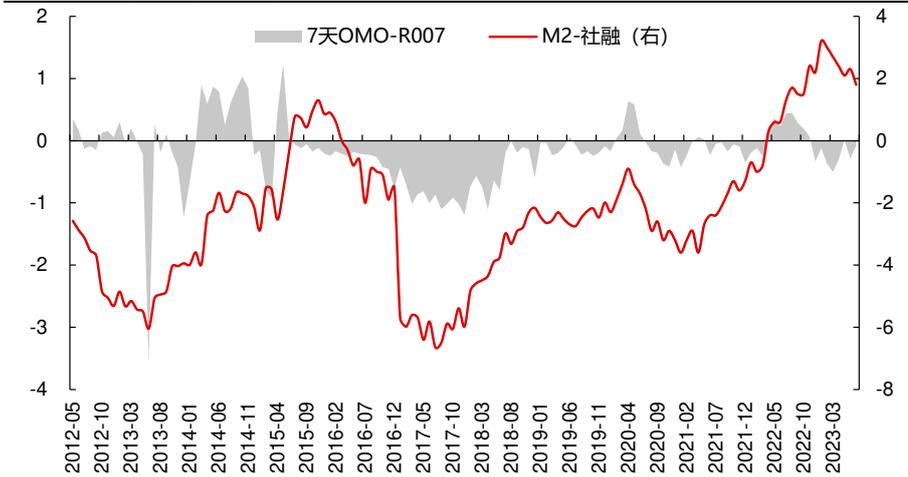
图 1：2021 年下半年以来央行宽货币政策汇总（%，BP）	4
图 2：2022 年下半年以来或存在一定“资产荒”的问题（%）	4
图 3：2023 年以来国内通胀水平保持低位（%）	4
图 4：人民币汇率与美元指数	4
图 5：美联储未来加息概率分布图	5
图 6：2020 年以来，商业银行净息差一路走低（%）	5
图 7：房贷基准利率与房贷市场利率（%）	5
图 8：截至 2023 年 6 月，70 城中仍有 41 个城市连续 3 个月新建商品住宅价格同比下跌，38 个城市新建商品住宅价格仍在环比下跌（%）	6
图 9：未来 MLF 到期量（亿元）	6

图 1：2021 年下半年以来央行宽货币政策汇总（%，BP）

时间	事件	中小型存款准备金率	大型存款准备金率	1年期存款	1年期贷款	5年期存款	5年期贷款	1年期MLF	1年期LPR	5年期LPR	7天OMO
2021-07	全面降准	-0.50	-0.50								
2021-12	全面降准	-0.50	-0.50								
2021-12	下调LPR								-5		
2022-01	降息-MLF、下调OMO、下调SLF							-10			-10
2022-01	下调LPR								-10	-5	
2022-04	全面降准	-0.25	-0.25								
2022-05	下调LPR									-15	
2022-08	降息-MLF、下调OMO、下调SLF							-10			-10
2022-08	下调LPR								-5	-15	
2022-11	全面降准	-0.25	-0.25								
2022-03	全面降准	-0.25	-0.25								
2023-06	下调OMO										-10
2023-06	降息-MLF							-10			
2023-06	下调LPR								-10	-10	
2023-08	降息-MLF、下调OMO							-15			-10
	总计	-1.75	-1.75					-45	-30	-45	-40

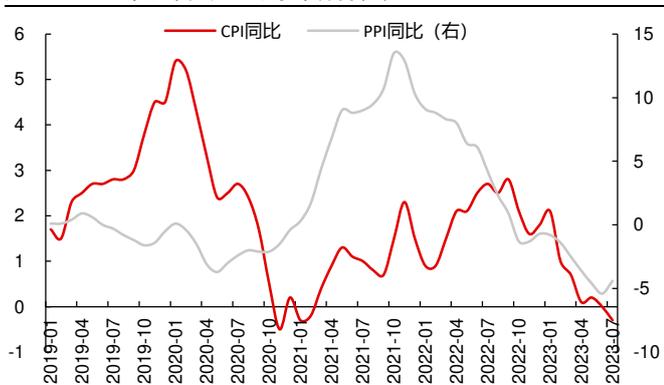
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：2022 年下半年以来或存在一定“资产荒”的问题（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：2023 年以来国内通胀水平保持低位（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：人民币汇率与美元指数



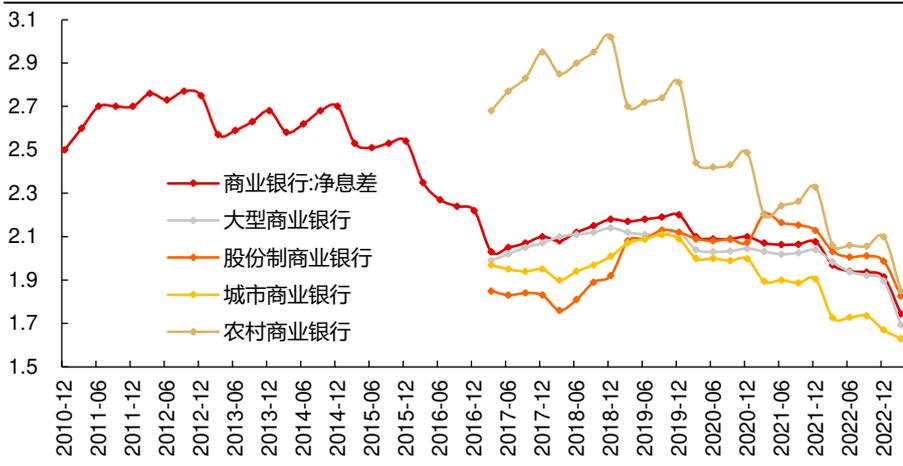
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：美联储未来加息概率分布图

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	88.5%	11.5%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	60.9%	35.5%	3.6%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	58.8%	32.8%	3.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	17.3%	52.9%	26.1%	2.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	7.3%	30.8%	42.7%	17.1%	1.6%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.4%	24.3%	39.4%	24.3%	5.9%	0.4%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.3%	12.9%	30.3%	33.4%	17.0%	3.7%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	9.6%	24.9%	32.4%	22.0%	7.8%	1.3%	0.1%
2024/9/25	0.0%	0.1%	1.3%	7.9%	21.6%	30.8%	24.3%	10.9%	2.8%	0.4%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.8%	5.4%	16.4%	27.3%	26.8%	16.0%	5.8%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.6%	3.8%	12.6%	23.6%	26.9%	19.7%	9.3%	2.8%	0.5%	0.1%	0.0%

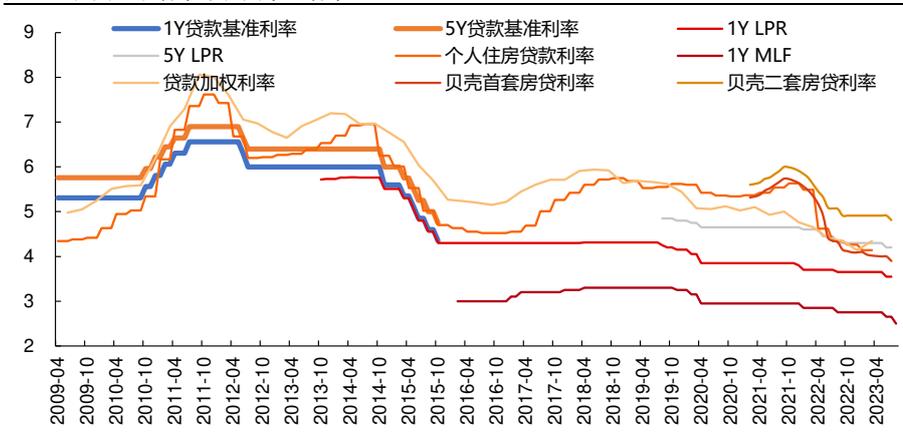
资料来源：CME，长江证券研究所；注：截至 2023-08-15。

图 6：2020 年以来，商业银行净息差一路走低 (%)



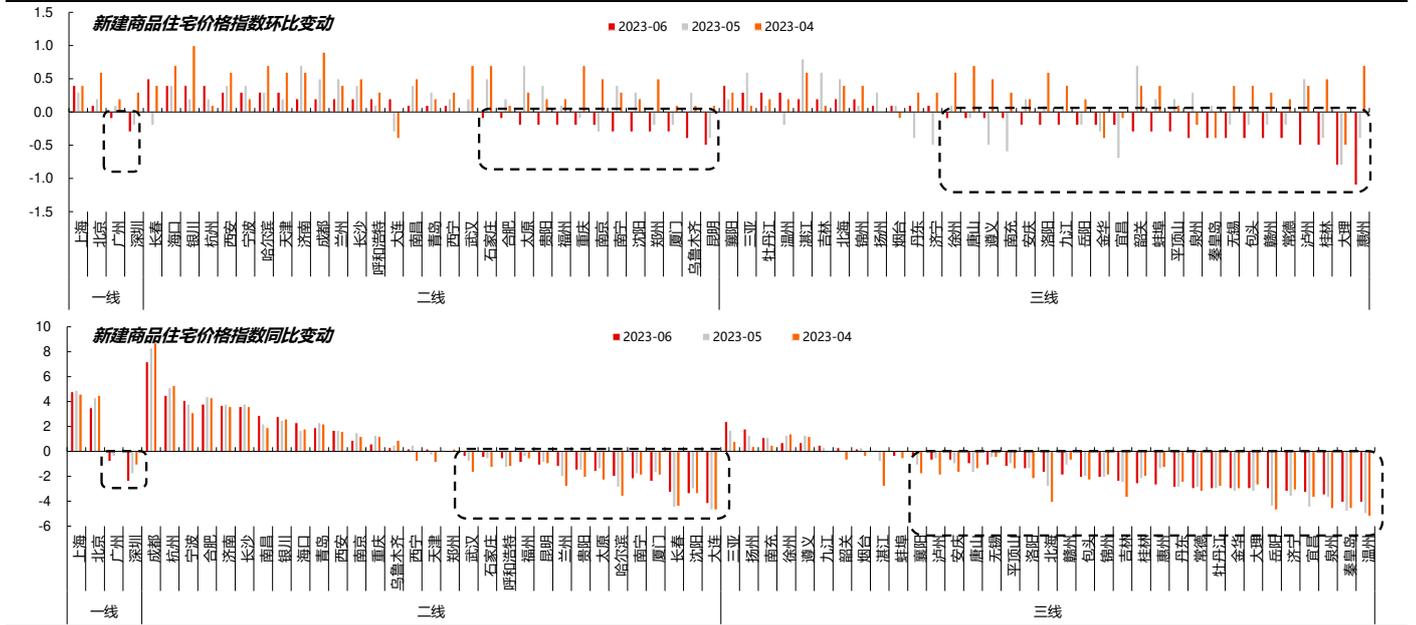
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：房贷基准利率与房贷市场利率 (%)



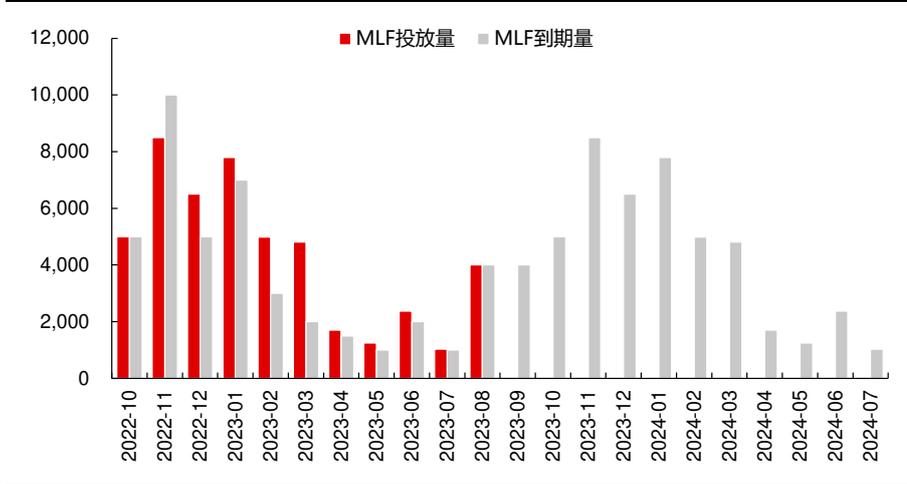
资料来源：Wind，贝壳研究院，长江证券研究所

图 8: 截至 2023 年 6 月, 70 城中仍有 41 个城市连续 3 个月新建商品住宅价格同比下跌, 38 个城市新建商品住宅价格仍在环比下跌 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 9: 未来 MLF 到期量 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

风险提示

- 1、国内经济修复超预期：国内经济修复成色较好，对应所需的降准降息力度不及预期；
- 2、美国加息节奏超预期：美国经济韧性仍强，通胀降幅不及预期，美联储再度加息，汇率承压，制约降息力度；
- 3、LPR 调降幅度不及预期：政策保持较强定力，LPR 调降幅度不及预期。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。