

2023年08月15日

政策进入落地期—815降息点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● **事件：**8月15日，央行开展2040亿元7天期公开市场逆回购操作和4010亿元1年期中期借贷便利（MLF）操作，中标利率分别为1.80%、2.50%，上次分别为1.90%、2.65%。

● **7月基本面数据持续偏弱、内需不足促使降息以降低各类主体成本**

本次降息略超预期，逆回购利率下调10bp，MLF利率下调15bp。综合来看，**降息与实体经济融资需求偏弱、为各类主体降成本有关。**

降息并不是“意料之外”。7月政治局会议强调“发挥总量和结构性货币政策工具作用”；8月4日央行货币政策司司长邹澜表示“将科学合理把握利率水平，既要根据经济金融形势和宏观调控需要，适时适度做好逆周期调节”，指向货币政策将适时发挥稳增长作用。值得注意的是，本次逆回购利率和MLF利率非对称调降，降实体融资成本的意义更大；且历史上两次降MLF仅间隔2个月除2020年4月外并无先例，体现中央对稳增长重视度大幅提升。首先，7月经济、出口、通胀等基本面数据全面走弱，金融数据反映出当前实体经济需求不足、居民信心、企业部门融资需求较弱。房地产投资和销售持续低迷，此时降息有利于降低企业贷款利率和个人住房贷款利率，提振融资需求。其次，7月政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，考虑到地方债化解方案可能出台，降息或为地方债务主体降成本创造条件。此外，降息或也是“活跃资本市场”的手段之一，通过改善实体需求活跃主体信心。

● **降准仍可期，1Y、5Y LPR大概率跟随调降，增量和存量房贷利率有望下调**

房地产景气度持续走低，本次降息大概率带动长端贷款利率下调，5年期LPR或调降15bp。7月居民贷款、存款回落反映居民加杠杆意愿降低，在此背景下，存量房贷利率有可能下调以促进房地产企稳。粗略估算对个人的付息成本影响，假设存量房贷利率由5%下调80bp，预计总额100万、20年的贷款每年节约利息支出5206元，约为2022年全国人均可支配收入的14%。可见，降存量房贷利率对于消费将有一定促进作用。

降准可能性较高。一方面，邹澜司长曾指出“综合评估存款准备金率政策，目标是保持银行体系流动性的合理区域”；另一方面，若下调存量房贷利率将压缩银行利润。假设50%的存量房贷下调80bp，测算全部上市银行利息减少约1408亿元，因此，后续可能降准来缓解银行息差压力。

降息影响方面，企业贷款成本或有效降低，实体融资需求将边际改善；若LPR跟随调降，则住房按揭成本降低，配合地产需求端边际放松，房地产有望企稳复苏。资金利率方面，7-8月，资金面较为平稳，7天质押式回购利率中枢趋下行，回落至政策锚以下，降息后资金利率或将逐步向政策利率收敛。

● **8月中下旬或是政策密集出台期，可关注利率、消费、地产、化债等政策**

降息释放稳增长的积极信号，基本面修复待加速，我们判断8月中下旬将是政策密集出台期。可能出台的稳增长包括：财政方面延续减税降费、货币方面降准降息，下调增量与存量房贷利率等，民营经济支持举措有望落地；需求端，将继续扩大消费和投资。部分消费领域将有条件、差异化放松，《关于促进汽车消费的若干措施》的通知提出，优化汽车限购管理政策。实施城区、郊区指标差异化政策，因地制宜增加年度购车指标投放。后续部分地区汽车限购政策将有望调整优化。地产需求端或将因城施策逐步放松，二线城市应放尽放，我们判断认房认贷、降房贷利率、限购限售等有望陆续放开；短期一线城市核心区实质性放开可能性不高。

此外，化解地方政府债务风险也是2023年下半年重点，关注一揽子化债方案的落地情况。梳理历史化债经验，债务置换、金融机构贷款展期、财政资金偿债等方案较为典型，我们推测新一轮化债或部分延续过去经验，关注是否会研究出台其他新模式。

● **风险提示：**政策执行力度不及预期；经济超预期下行。

相关研究报告

《金融数据低于预期，政策储备持续释放——宏观经济点评》-2023.8.12

《通胀趋势仍在向下，联储或难继续加息——美国7月CPI点评——宏观经济点评》-2023.8.11

《核心CPI超季节性回升——7月通胀数据点评——宏观经济点评》-2023.8.9

附表 1: 2016 年以来仅有 2020 年 MLF 间隔两个月再度调降

日期	MLF 利率 (%)	MLF 利率调降幅度	
		(bp)	与上一次调降间隔天数 (天)
2023-08-15	2.50	-0.15	61
2023-06-15	2.65	-0.10	304
2022-08-15	2.75	-0.10	210
2022-01-17	2.85	-0.10	642
2020-04-15	2.95	-0.20	58
2020-02-17	3.15	-0.10	104
2019-11-05	3.25	-0.05	1355
2016-02-19	3.00	-0.25	-

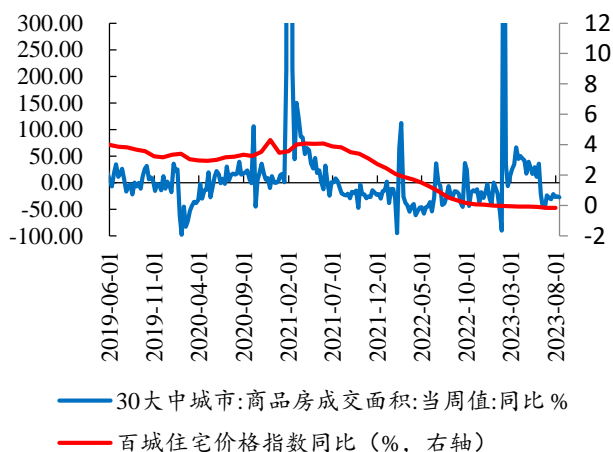
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 1: 历史上降 OMO/MLF 后一个月创业板大多上涨

资产类别	上证综指				沪深300				创业板				10Y国债收益率				10Y国开债收益率 (BP)			
	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月	前一周	后一周	后一个月	后三个月
观察期	2.28	-2.43	-5.39	-12.98	2.28	-2.82	-4.92	-12.37	3.07	4.00	5.00	-1.19	0.97	-9.93	-19.85	-25.33	0.57	-16.86	-32.46	-32.64
2012-05-03	0.25	-0.72	-3.11	-5.23	0.19	0.77	-3.15	-5.65	1.85	1.38	-1.71	-4.79	-0.60	-6.91	-2.91	13.82	-0.05	-9.31	0.44	22.25
2012-07-05	3.54	2.22	3.86	4.33	4.76	2.85	2.80	3.78	7.80	-3.26	4.58	3.98	-0.74	20.99	33.97	45.78	-0.46	24.81	45.02	86.18
2013-08-06	0.21	-6.43	-3.42	31.56	-1.01	-5.99	-2.49	32.86	9.94	-1.87	7.61	55.17	-9.43	4.45	-10.31	-4.69	-13.98	-1.99	-19.92	-7.06
2015-01-22	-1.07	0.71	17.25	50.49	-1.64	0.36	17.59	47.15	4.33	4.26	26.18	98.88	4.28	12.06	14.16	18.58	8.49	12.51	35.06	34.16
2015-03-17	6.60	5.38	22.39	44.54	6.72	5.75	22.33	38.97	4.50	10.32	15.28	72.92	2.00	-5.87	1.99	12.53	3.01	3.05	17.07	22.14
2015-03-03	5.38	1.53	19.02	23.98	5.75	1.97	18.36	20.46	10.32	-0.97	15.98	43.93	-5.87	16.42	-3.87	12.13	3.05	32.98	-8.54	18.18
2015-03-24	4.40	3.82	4.19	-3.99	4.18	4.08	4.04	-5.10	0.08	0.28	22.92	4.85	2.24	-21.56	-23.04	-11.97	-6.98	-33.62	-25.53	-12.93
2015-04-14	-5.38	-13.58	-10.09	30.59	-4.54	-12.72	-11.27	30.20	-8.51	-17.37	-9.62	-34.30	2.98	1.95	-14.26	-28.48	3.15	1.13	-3.72	-33.82
2015-06-25	-7.85	-2.23	-4.07	6.31	-6.89	0.70	-2.98	6.42	-11.09	-10.91	1.93	27.25	-12.24	-9.00	-9.96	-32.99	-11.46	-2.95	-5.34	-34.69
2015-08-27	0.26	-3.43	0.06	-14.44	0.42	-3.55	-1.00	-12.91	2.10	-5.25	3.34	-15.80	-8.15	10.00	8.03	-12.10	-15.24	6.77	6.57	-28.93
2015-10-27	4.14	-3.25	5.55	-1.86	3.56	-3.39	6.48	0.36	4.45	-8.87	0.72	-7.85	-1.20	3.00	0.54	13.49	5.30	2.83	2.73	22.55
2016-02-19	1.27	-2.57	-3.08	-8.19	2.37	-2.48	-3.08	-7.86	1.58	-2.44	-0.20	4.81	-5.75	0.96	-6.78	-42.23	-3.74	-0.74	-10.04	-44.90
2019-11-05	3.22	1.60	-7.98	-5.69	4.12	1.36	-10.40	-6.21	5.09	5.49	-10.77	-4.64	10.56	-8.08	-21.13	-27.52	8.21	-5.36	-24.17	-36.52
2020-02-17	3.27	2.68	2.74	7.80	4.07	3.37	5.25	11.86	1.83	5.87	9.14	27.52	-1.73	-10.30	-11.33	23.62	-3.99	-9.98	-19.69	14.49
2020-03-30	-0.15	1.17	2.04	21.47	0.45	1.11	3.04	26.58	0.65	3.32	7.42	44.56	6.31	1.12	13.65	46.02	0.52	-0.75	12.06	62.97
2020-04-15	-1.44	-0.50	-2.08	-9.77	-1.58	0.41	-2.90	-12.60	2.41	-3.59	-10.43	-21.53	-1.96	-11.09	-0.61	2.47	-0.37	-17.07	-9.13	-4.42
2022-01-17	1.21	0.05	-1.18	-5.88	0.91	-0.10	-2.87	-9.36	1.60	2.22	-7.90	-12.63	-8.27	-6.57	0.43	17.72	-7.49	-4.24	-1.65	13.74
2022-08-15	1.23	-0.39	-2.57	2.76	-1.57	-1.49	5.36	-1.16	-0.61	-3.40	2.19	-1.18	-3.40	2.19	-1.18	-3.69	1.95	-2.92		
涨幅	1.12	-0.86	1.80	5.10	1.41	-0.52	1.75	4.79	2.49	-0.98	4.15	15.62	-1.58	-0.85	-2.76	1.16	-1.85	-0.89	-2.32	3.38
胜率	78%	50%	50%	44%	78%	61%	44%	50%	94%	50%	67%	56%	39%	56%	39%	56%	44%	44%	39%	50%

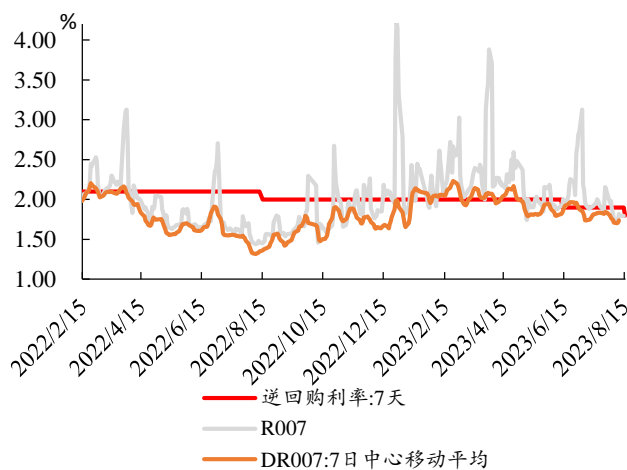
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 房地产销售量价持续磨底



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: 7-8 月资金利率持续低于政策利率



数据来源: Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn