

“精准有力”稳增长

——2023 年 8 月 15 日 OMO 和 MLF 降息点评

8 月 15 日，央行宣布 7 天逆回购操作利率下调 10bp 至 1.8%，MLF 利率下调 15bp 至 2.50%。

一、政策特征：长短端非对称调降

本次降息，无论时间点还是力度，均超出市场预期。这是 MLF 工具创设以来，除 2020 年 4 月疫情严重影响期外，首次仅时隔 2 个月就再次下调 MLF 利率，且降幅扩大 5bp。

在期限结构上，本次降息呈现出非对称特征：短端（7 天）政策利率调降幅度小于长端（1 年），有助于提升政策效能、节约政策空间。

一方面，当前市场短期利率再创新低，流动性合理充裕，大幅下调短期利率的必要性较小。三季度以来，DR001 和 DR007 利率中枢分别为 1.37% 和 1.78%，环比分别下降 9bp 和 15bp，已接近去年同期的历史极低水平。近期，央行在四部门发布会上曾表示，既要“适时适度做好逆周期调节”，又要“防止资金套利和空转”，本次“非对称调降”正体现了这一政策思路。

另一方面，考虑到 MLF 利率与 LPR 的内在联系，更大幅调降长端利率有助于“精准”稳地产、稳投资。按照以往规律，1 年期和 5 年期以上 LPR 大概率会跟随调整 15bp，贷款加点也有可能进一步压缩。此轮降息后，人民币贷款加权平均利率或再创历史新低，以实现扩大内需、修复经济。

二、经济意义：“稳增长”、“降成本”、“防风险”

在我国经济内外需求不足、经济运行面临新的困难挑战之下，央行本次降息主要考量因素有四。

一是经济修复动能疲弱，信贷需求低于预期，“稳增长”是当务之急。实体经济方面，7 月经济数据大幅低于预期，需求端各项数据大幅放缓，并对生产端形成拖累。制造业 PMI 已连续第四个月落入收缩区间，库存去化速度边际下降，非制造业修复斜率放缓。货币信贷方面，7 月新增人民币贷款 3,459 亿元，不到市场预期值的一半，同比少增 3,498 亿元。企业中长贷和短贷同比均有所下滑，居民贷款年内第三次收缩，表明私人部门融资需求疲弱。受表内信贷和政府债发行节奏缓慢拖累，社融存量增速降至历史新低 8.9%。在此情形下，货币政策加强逆周期调节，有助于提信心、稳增长。

二是通胀再次触底，实际利率仍在高位，“降成本”迫在眉睫。7 月 CPI 同比增速 -0.3%，新涨价因素连续四个月为负；PPI 同比增速 -4.4%，连续十个月位于下降区间。目前实际利率（1 年期 MLF 利率减 CPI 通胀）已降至 2.95%，为 MLF 工具创设以来次高水平。基于过往实际利率与经济增速之间的经验关系外推，在 CPI 通胀中枢约 1% 的情形下，要实现今明两年实际 GDP 平均增速 5% 左右，后续 MLF 利率或仍有 10bp 左右的下降空间。

三是房企信用风险再现，市场担忧情绪上涨，“防风险”刻不容缓。当前我国房地产市场仍然处在下行通道，1-7 月房地产销售面积累计同比收缩 6.5%，房地产投资同比下降 8.5%。近期，信用风险事件频发，很大程度上都与房地产市场供求关系发生重大变化相关。货币政策

积极发力，通过降低居民购房负担促进新房销售，有助于房企经营企稳恢复，进而达成“防风险”目标。

四是美联储加息周期见顶，货币政策外部约束暂缓，货币政策决策中内部均衡权重上升。7 月美国 CPI 通胀已降至 3.2%，新增非农就业人数连续两个月低于预期，市场劳动力市场拐点已至，美联储加息周期大概率已见顶。随着中美货币政策分化收敛，我国货币政策独立性相应增加。

三、政策前瞻：仍存宽松空间

前瞻地看，基准情形下，预计本月 1 年期和 5 年期以上 LPR 或将同步下降 15bp。考虑到目前各经济主体行为继续收缩，经济修复动能仍然不足，且通胀低迷之下实际利率居于高位，年内货币政策仍有宽松空间，存在进一步降准降息的可能。

四、市场影响：缓和悲观预期

1. 对权益类资产的影响

对于股票市场来说，当前面临的主要问题是疲弱的经济增长和企业盈利，仅靠一次降息并不能解决这个问题，因此降息不会改变股市运行趋势。不过，本次降息在时间和幅度上都超预期，显示出政策对于稳增长的重视，这有利于缓和市场的悲观预期，对 A 股产生托底作用。

我们认为，政治局会议已积极定调，需要给政策落地以一定时间。即使政策低于预期，经济修复力度偏弱，考虑到 A 股估值水平偏低，以及经济不太可能比去年更差，指数下方空间也有限，底线思维是震荡市，中期上行的机会大于下行的风险。

结构上，货币宽松有利于小盘成长风格，但是在中小企业盈利低迷以及美债利率居高不下的背景下，影响程度有限。建议仓位上保持中高配，结构上重视科技类、消费医药类、小盘股方向。

2. 对固收类资产的影响

货币市场利率中枢料将维持低位震荡。自 6 月首次下调政策利率以来，银行间市场流动性整体合理充裕，同期限市场利率已普遍低于政策利率。其中存款类机构 7 天期回购加权利率（DR007）均值为 1.83%，较 7 天期公开市场逆回购操作利率低 7bp，1 年期限国股行同业存单利率 2.27%，较 1 年期 MLF 利率低 23bp。预计本次利率下调对货币市场利率影响整体有限，后续市场利率将围绕新的政策利率 1.8% 上下波动，整体利率中枢仍将维持低位水平。

8 月以来，市场对于 7 月底政治局会议释放的刺激政策预期抬升，债券收益率震荡上行，后因刺激政策落地真空期叠加 7 月社融数据不及市场预期，导致避险情绪重燃，债市收益率全期限回调约 2bp。本次货币政策利率调降形式有别于今年 6 月的等幅下调，从政策力度及影响幅度上远超市场预期，体现了央行降低实体经济融资成本、推动信贷投放的决心。降息对固收资产利好，政策发布后收益率曲线快速平坦化下行，10 年期国债一度下行 5BPs 至 2.57%，后震荡回归 2.60% 附近。预计短期 10 年期国债利率运行区间将下行至 2.5-2.6%，信用利差有望继续压缩。债券利率中枢在下移后有望低位震荡，较难有向上调整的风险。固收产品方面，预计在降息之后，纯债产品净值将上涨，建议投资者继续持有。

展望未来，短期上看，债市收益率水平已经回落至历史低点，本次“靠前发力”的货币政策对本轮债市利率下行边际作用有限，后续债市以震荡为主；中期上看，需关注在降息和其他政策落地之后，经济基本

面是否能边际改善。在经济数据出现改善之前，固收市场大概率维持偏利好的格局。

3. 对人民币汇率的影响

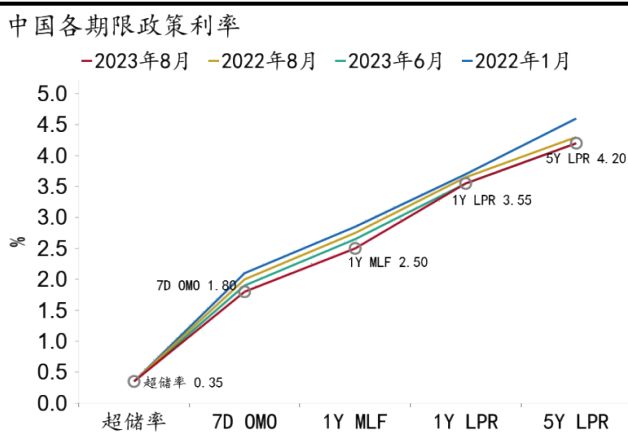
超预期降息将给人民币带来短线压力。一方面，美债利率居高不下，而国内降息将继续拉大利差，对人民币构成拖累。另一方面，超预期降息暗含经济较差的信号，叠加近期金融和宏观数据走弱，也会加大人民币短线贬值压力。此次降息后人民币汇率承压，在岸美元兑人民币汇率创 2022 年 11 月中旬以来新高，离岸人民币汇率跌破 7.3 关口。

但是，央行也不会放任人民币汇率的无序贬值，稳汇率措施将继续出台。例如，央行今日已经宣布将于下周在港发行央票，同时也加大了逆周期因子调节的力度。综合来说，人民币汇率短线仍有贬值压力，但需具备底线思维，下半年核心关注点在于国内经济能否改善，以及美国货币政策预期能否出现边际转向。

(作者：招商银行研究院 资产负债管理部)

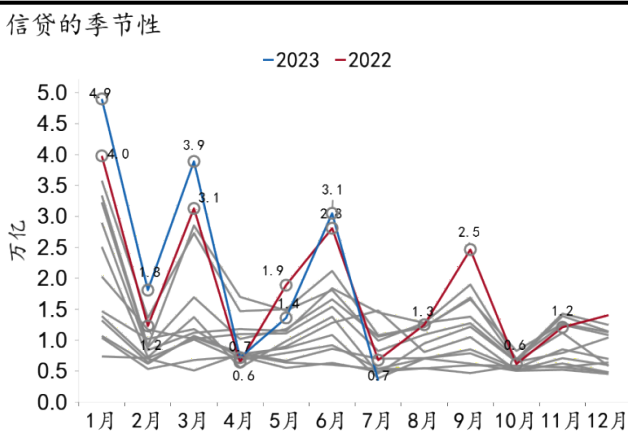
附录

图 1：中国政策利率曲线



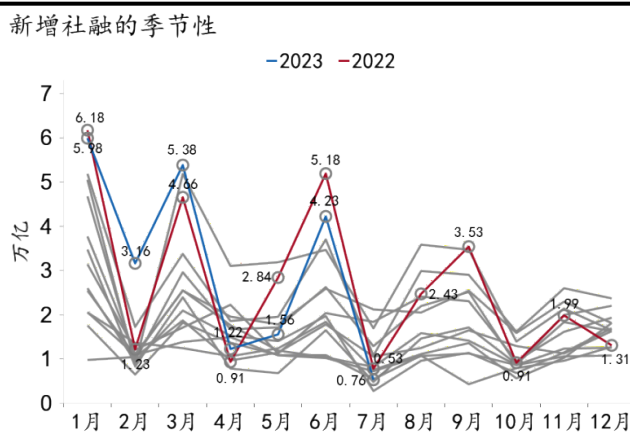
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：7 月新增人民币贷款同比减少 3,498 亿元



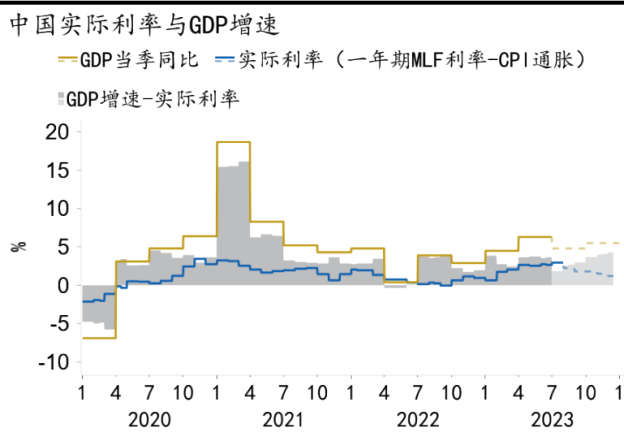
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：7 月新增社融不及预期一半



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：通胀低迷带动实际利率走高



资料来源：Macrobond、招商银行研究院