

降息回应稳地产

证券研究报告

2022年8月16日

作者

8月15日央行开展4000亿元1年期MLF操作，中标利率为2.75%。本月MLF到期6000亿元，上月报价为2.85%，MLF“量缩价降”。

“量缩”是因为目前银行间市场流动性充裕，央行也要尽量避免资金空转。“价降”是央行对政治局会议定调“要稳住房地产市场”的政策响应。同时，因为在LPR利率两次独立下调后，银行的息差压缩，央行需要通过下调MLF利率来降低银行负债端成本，引导LPR利率下滑。

风险提示：疫情再次出现反弹；政策执行力度不及预期；经济增速复苏不及预期

宋雪涛

分析师

SAC执业证书编号：

S1110517090003

songxuetao@tfzq.com

相关报告

1 《经济是首要目标——7月政治局会议的四个要点》 2022-07-29

一、本月 LPR 利率下调在预期之中，但 MLF/OMO 降息在预料之外

8月15日，央行开展4000亿元1年期MLF操作，中标利率为2.75%。本月MLF到期6000亿元，上月报价为2.85%，MLF“量缩价降”。同时，央行开展20亿元公开市场逆回购操作，并下调逆回购利率10个BP。

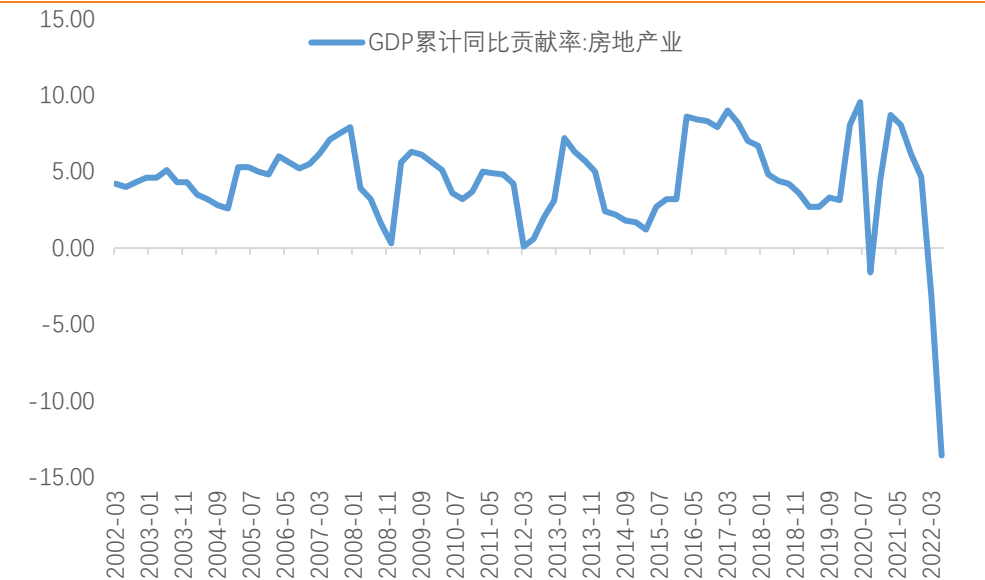
受房地产拖累，7月PMI、金融数据、经济数据超预期走弱，市场对本月银行再次下调LPR利率以缓解地产信用收缩是有一定预期的。但是考虑到海外货币政策收紧、国内可能面临结构性通胀压力等因素，市场并未预期本月央行会直接下调MLF/OMO利率。

因此受MLF/OMO降息的刺激，债券收益率大幅回落，10年期国债到期收益率下行超过5BP，跌破2.70%的关键点位。

二、如何理解 MLF/OMO 利率双降？

今年上半年，房地产成为了经济中最主要的拖累项，2022年上半年房地产业对GDP累计同比的贡献率为-13.6%，创20年来新低。7月金融数据和经济数据走弱也是主要受到房地产的拖累。7月房地产投资累计同比-6.4%，当月同比增速-12.3%；房地产销售面积累计同比-23.1%，当月同比-28.9%，最终拖累居民信贷需求和消费需求。

图1：房地产对经济形成明显拖累（%）

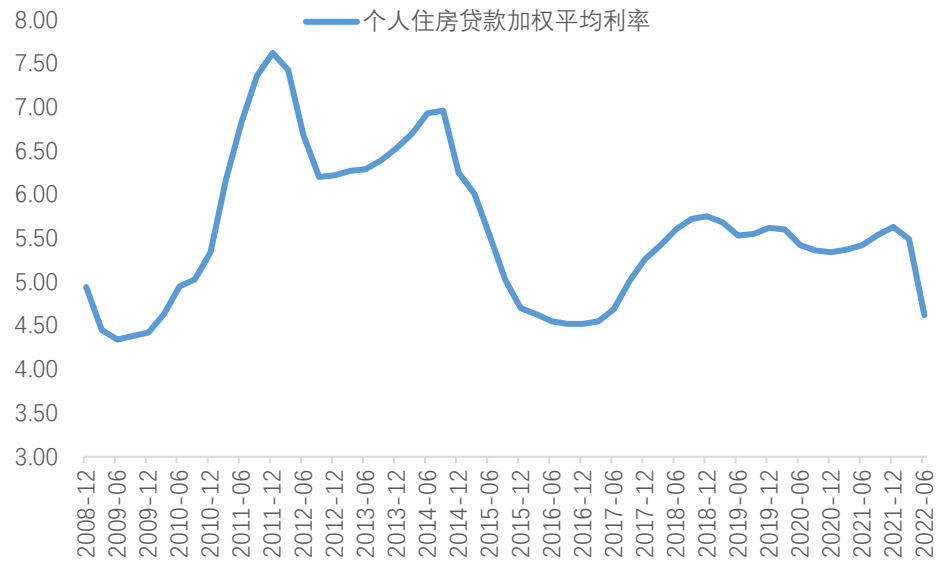


资料来源：WIND，天风证券研究所

7月政治局会议强调“要稳定房地产市场”之后，各地方各部门纷纷出台相关举措，比如银保监会表示支持地方做好“保交楼”工作，促进房地产市场平稳健康发展；近期多地出台取消限购、提高公积金额度、提供购房补贴等政策。我们认为此次央行降息也是响应政治局会议“要稳住房地产市场”的政策号召。

降息可以引导银行降低房贷利率，我们预计8月房贷定价基准利率（即5年期LPR利率）会继续下降至少10BP，首套房贷款利率下限也至少会降至4.15%的水平，同时也能够缓解房企面临的利息成本，目前房地产开发企业的存量贷款规模12.49万亿，按照10个BP计算1年也能够节省124.9亿元的利息支出。

图 2：个人住房贷款利率（%）

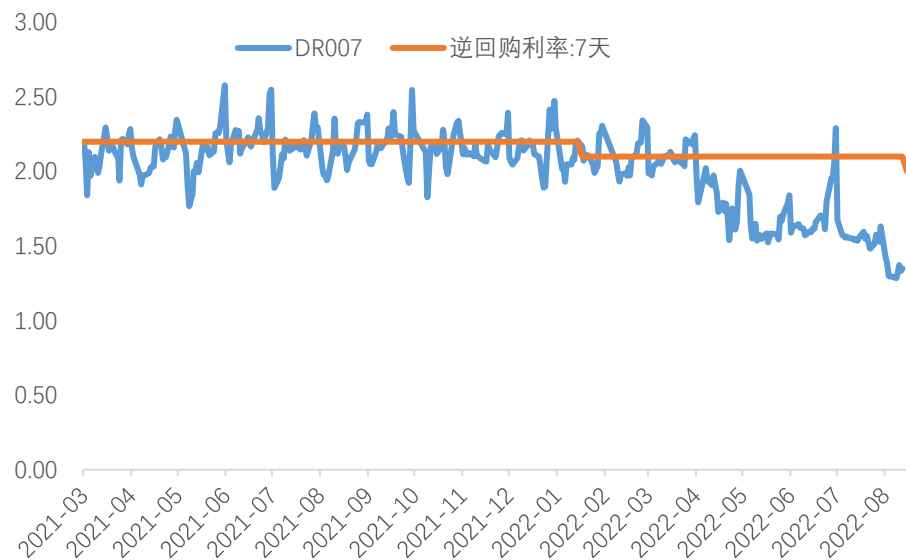


资料来源：WIND，天风证券研究所

三、如何理解缩量续作 MLF?

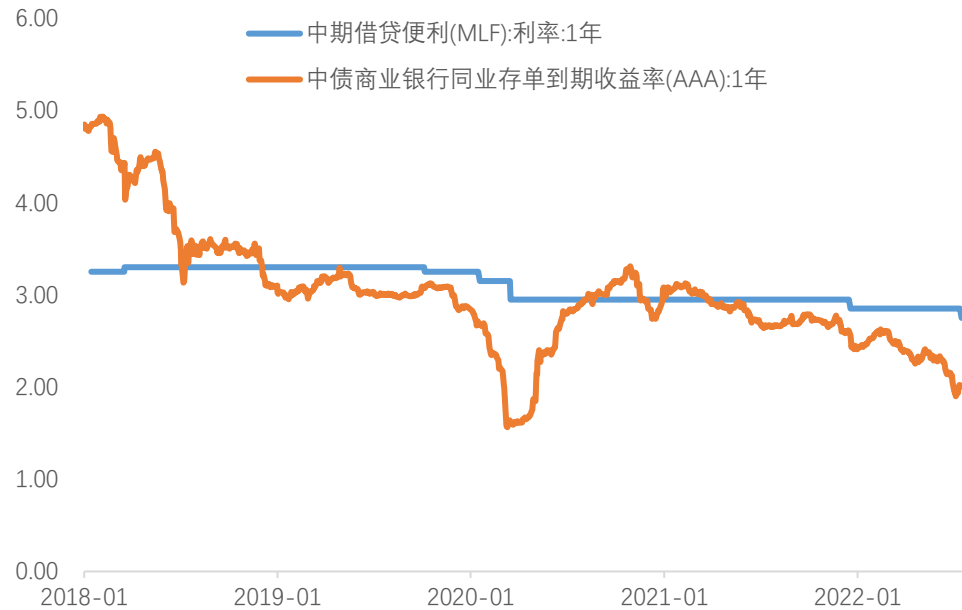
MLF 缩量比较容易理解，受财政资金下发、房地产融资需求疲软等因素的影响，银行间市场流动性十分充裕。从价的角度看，自 4 月以来，市场资金利率一直位于政策利率之下，银行同业存单利率与 MLF 利率之间的差距也在持续走阔；从量的角度看，6 月超储率为 1.5%，高于去年同期 1.2%的水平。

图 3：市场利率位于政策利率之下（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

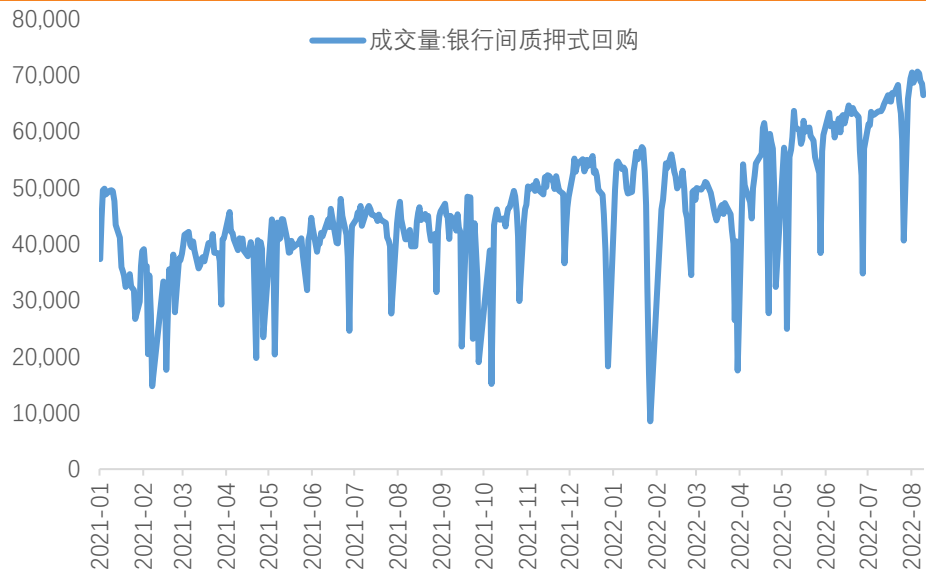
图 4：同业存单利率持续下行（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

在资金利率偏低的时候，金融机构杠杆开始上升，银行间质押式回购规模一度超过了 7 万亿元。缩量操作体现了央行虽然短期为了“宽信用”容忍了资金利率与政策利率的背离，但是也要尽量避免资金空转。我们认为，后续随着经济逐渐企稳，市场利率还是会向政策利率回归。

图 5：质押式回购利率大幅走高（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

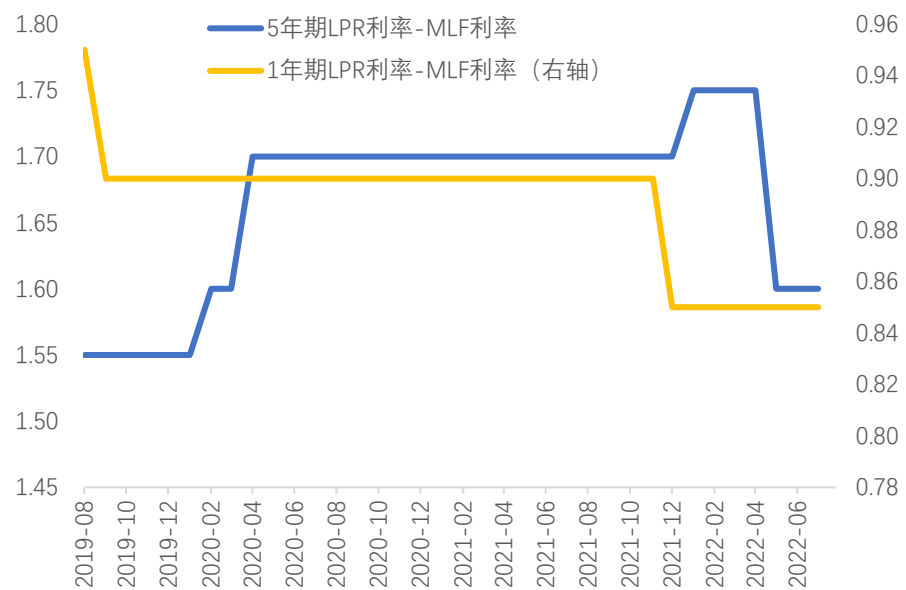
四、为什么要先降息才能下调 LPR?

在目前“政策利率+央行引导—LPR 利率—贷款利率”的传导模式下，降低银行负债成本是引导商业银行降低实体融资成本的重要方式。

去年 11 月以来，央行通过发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，在 MLF 利率仅下调 10BP 的情况下，引导 1 年期 LPR 利率下滑 15 个 BP，5 年期 LPR 利率下滑 20 个 BP。但是这种非对称式的降息在很大程度上压降了银行的净息差空间。2022 年 1 季度商业银行的净息差只有 1.97%，位于历史低位，今年 5 月 5 年期 LPR 利率再度下调 15BP，我们预计银行的净息差进一步被压缩。因此降低 MLF 利率可能成为央行引导银行主动降低 LPR 报价

的必要选择之一。

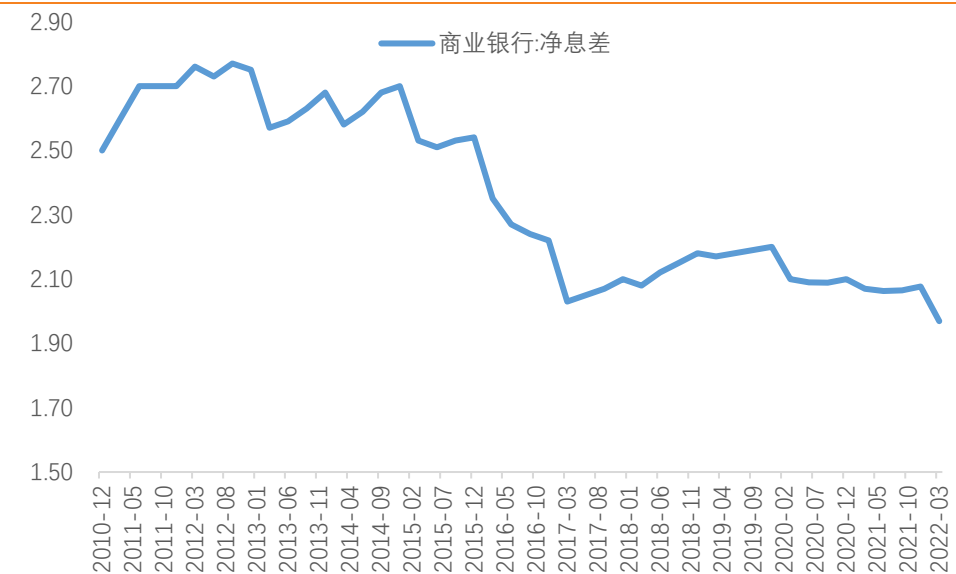
图 6: LPR 利率与 MLF 利率的利差 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

按照此前的经验, 银行会等幅下调 1 年期 LPR 利率, 半幅下调 5 年期 LPR 利率, 比如 2022 年 1 月央行下调 MLF 利率 10BP, 1 年期和 5 年期分别下调 10BP 和 5BP。不过目前房地产市场稳定优先, 央行可能引导商业银行等幅甚至更大幅度调降 5 年期 LPR 利率, 从而释放更多的中长期贷款需求。此前 1 年期与 5 年期的 LPR 利率的非对称式下调, 也给了这个月 5 年期 LPR 利率更大幅度下调的空间。

图 7: 银行净息差位于低位 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

本次降息是对政治局会议定调“要稳住房地产市场”的政策响应, 也是当下房地产下行压力较大、银行息差压缩后的积极主动作为, 降息也确定了在房地产对经济的拖累未结束之前, 货币政策依然保持以我为主、流动性合理充裕的态度。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com