

MLF 点评：降息稳地产，缩量稳流动性？

2022 年 08 月 15 日

- 事件：8 月 15 日央行在经济数据发布前抢先降息 10bp，并缩量续作 MLF 4000 亿元，净回笼 2000 亿元，目前 MLF 余额为 4.76 万亿元。
- 本月央行超预期降息是货币政策主动应对、提振信心的最好表现，将有助于推动本月两期限 LPR 报价双双下行，降低实体融资成本、稳地产资。另一方面，缩量续作 MLF 主要是由于资金利率较低，且银行负债端资金较为充裕，对央行 MLF 操作的需求较弱，并不代表货币政策收紧流动性。在前期央行建立存款利率市场化调整机制后，我们预计本月 LPR 降息幅度有超过 10bp 的可能。
- 本月央行超预期降息 10bp 是货币政策主动应对、提振信心的最好表现。我们认为本月降息的主要原因有三：

首先，今年降低实体融资成本的逻辑主要在于稳定银行负债成本、发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，此次降息有利于引导 LPR 下行。自 2021 年 6 月以来，央行先后两次调整存款利率形成机制，从一级交易商一季报数据来看，今年银行净息差出现了一定回升，此次降息 10bp 在稳预期的同时也有利于降低银行资金成本。7 月远低于预期的金融数据表明市场信心不稳，且居民可支配收入累计增速仍在快速下滑，此次降息将有助于推动 LPR 下行继而降低实体融资成本、提振信心。

其次，当前流动性过于宽松的现象与房地产投资的不景气有较大的关联，降息将有助于推动 5 年期 LPR 的下降，利于稳地产。目前市场流动性过于宽松的症结还在于房地产投资的不景气，此前 M1 增速与房地产销售累计增速、房地产资金来源增速较为匹配，而今年则出现大幅背离。近期烂尾断供、中小银行风险等事件对市场，尤其是地产市场情绪和信心造成明显的冲击，削弱了此前五年期 LPR 下调 15bp 的支持作用，影响 7 月商品房销售累计增速再次走弱，预计稳地产仍是下半年的关键问题。

再次，目前中美利差转圈，中国与海外经济体的经济周期并不同步，抑制我国降息的主要影响因素减弱。在美联储与其他海外央行快速加息的情况下，海外经济陷入衰退的可能性大幅上升，且今年前两季度已出现 GDP 增速滑落负区间的现象。当前中美、中欧、中英、中德利差拐点已然出现，制约我国宽松的主要因素有所减弱。

- 二季度以来，市场流动性异常充裕，同业存单利率明显低于 MLF 利率，银行对 MLF 的需求不强，因此本月央行缩量续做 2000 亿元。

首先，市场流动性过于充裕，同业存单利率大幅低于 1 年期 MLF。除月末流动性需求较强外情况外，DR007 自二季度以来大幅偏离正常浮动区间，从 4 月初至上周末（8 月 12 日），DR007 已有 80 个交易日落入以 7 天逆回购利率为中枢的布林通道。同时，同业存单到期收益率也出现了大幅下滑，近一月平均值在 2.05% 左右，远低于 2.85% 的一年期 MLF 利率，因此央行等量或是增量续作 MLF 的必要性较小。

其次，资金“堰塞湖”现象较为明显，资产荒问题应是当前银行的主要矛盾点，对央行 MLF 资金的需求较弱。从 7 月金融数据情况来看，在留抵退税干扰减弱的情况下，金融机构存款增速首次超过贷款，且社融与 M2 同比增速剪刀差仍在走阔，可见目前银行的主要问题或在于资产荒。

再次，在当前资金淤积，社融与 M2 同比增速剪刀差走阔的情况下，本月缩量续作 MLF 将使央行公开市场操作余额下降，这与二季度货币政策执行报告中提到的不搞“大水漫灌”、“不超发货币”一致。目前公开市场操作余额仍处历史高位，此次缩减操作量有助于减少政策对市场利率的干扰。然而从当前实体经济融资需求减弱、

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《多地静默，疫情防控又要大幅收紧了吗？》

2022-08-14

《井喷后的塌方，宽信用还有戏吗？》

2022-08-12

《靠前发力后，信用还能稳住吗？》

2022-08-12

资产荒问题突出的干扰下，预计本月的缩量操作对资金利率的影响有限，资金利率能否回升至正常区间还需关注商品房销售情况。

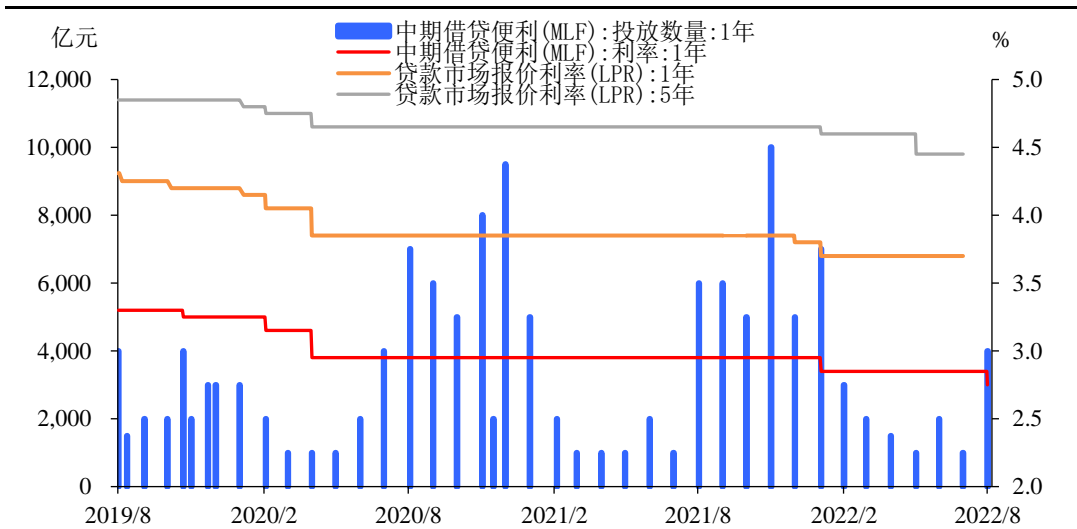
- **本月降息与此前央行反复强调的通胀风险有无冲突？**央行在二季度货币政策执行报告中曾多次提示结构性通胀压力，然而本月却又超预期降息，两者有一定矛盾。但上半年 CPI 中枢在 1.67% 的较低水平，而央行所认为的通胀压力有三：消费的复苏推动前期 PPI 上涨向 CPI 的传导加快、“猪周期”、能源商品输入性通胀压力。

综合来看，三类影响因素有较前期减弱的可能，本月央行降息虽显纠结，但也有其合理性。一是本月社零增速出现回落；二是猪周期问题的根源是能繁母猪去产能所导致的，发改委已于 7 月初做出政策调整，在研究投放猪肉储备的同时要求大型养殖企业带头保持正常出栏节奏，并加强现货期货市场联动监管。三是海外原油需求或将减弱，在海外衰退概率走高的抑制作用下，目前 OPEC 已下调全球原油需求预期。

- **在前期央行建立存款利率市场化调整机制后，我们预计本月 LPR 降息幅度有超过 10bp 可能。**央行曾在一季度货币政策执行报告中提到“2022 年 4 月，人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，自律机制成员银行参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平”。同时，此前也有过未降息，但 5 年期 LPR 超预期下降 15bp 的先例。因此对于本月的 LPR 操作，我们不排除两期 LPR 报价降幅超出 10bp 的可能，降幅或有超过 1 年期降低 10bp、5 年期降低 5bp 的这一基准情况。

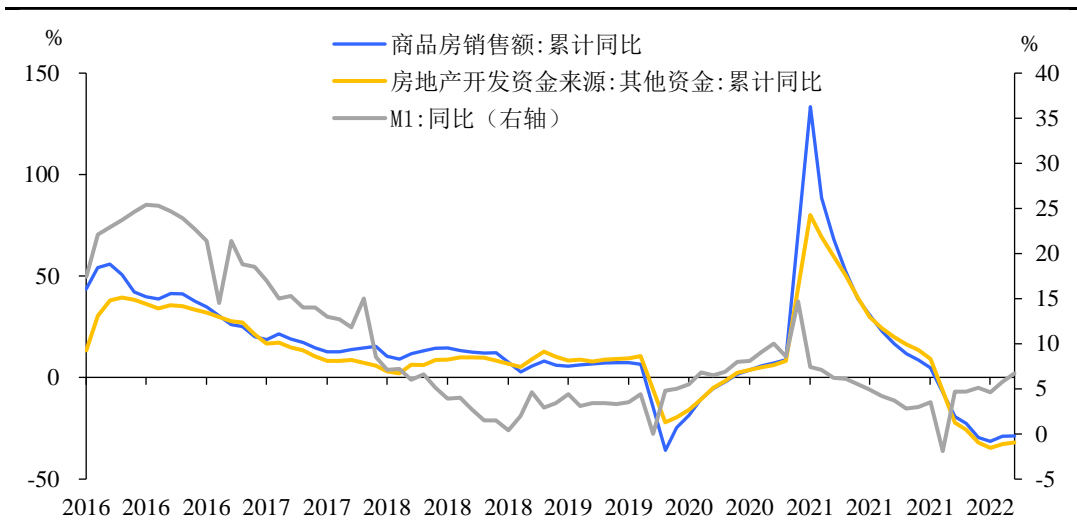
- **风险提示：**货币政策超预期、疫情扩散超预期，国内外政策超预期

图1：8月超预期降息 10bp 并缩量续作 MLF



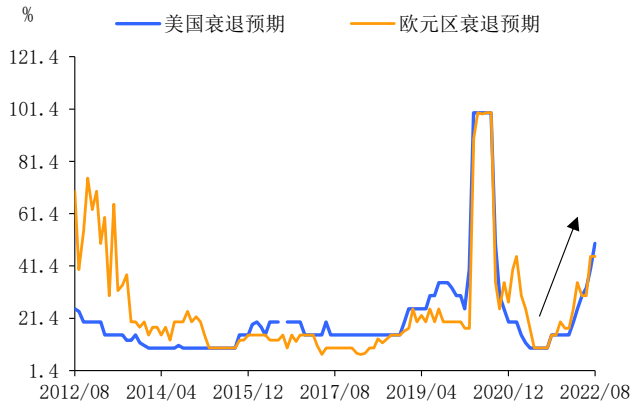
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图2：M1 增速与房地产开发、商品房销售累计增速分化



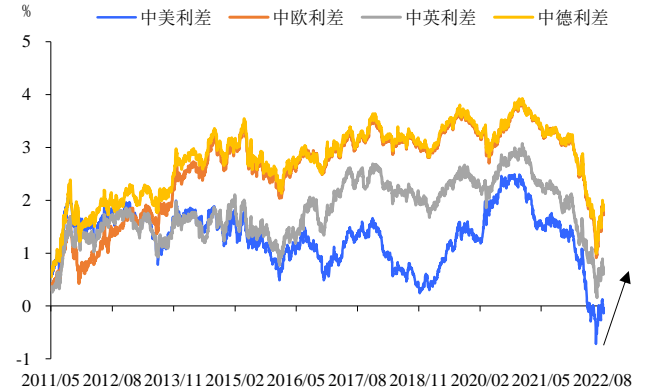
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图3：美国与欧元区经济衰退预期大幅上升



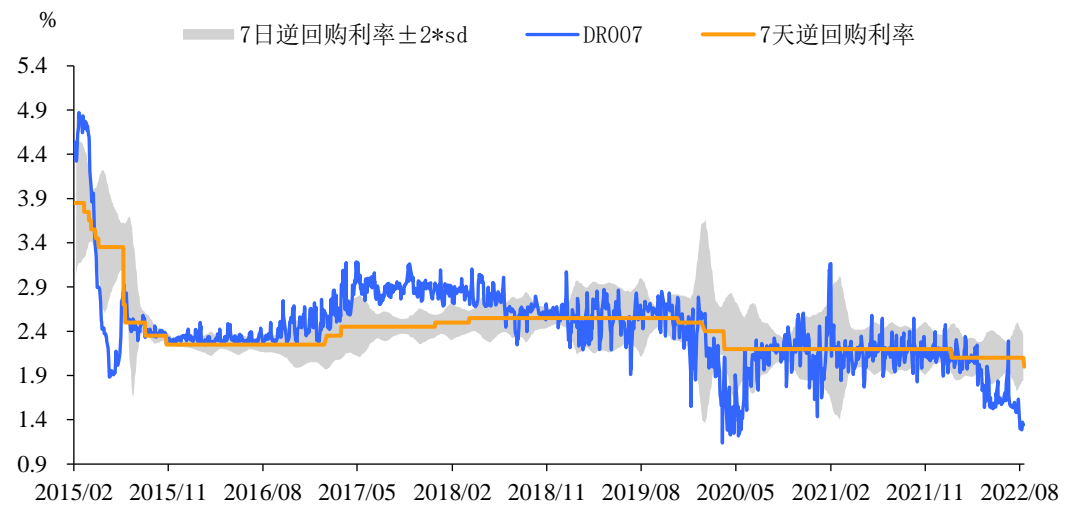
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图4：中国国债与海外主要国家国债利差出现转圜



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

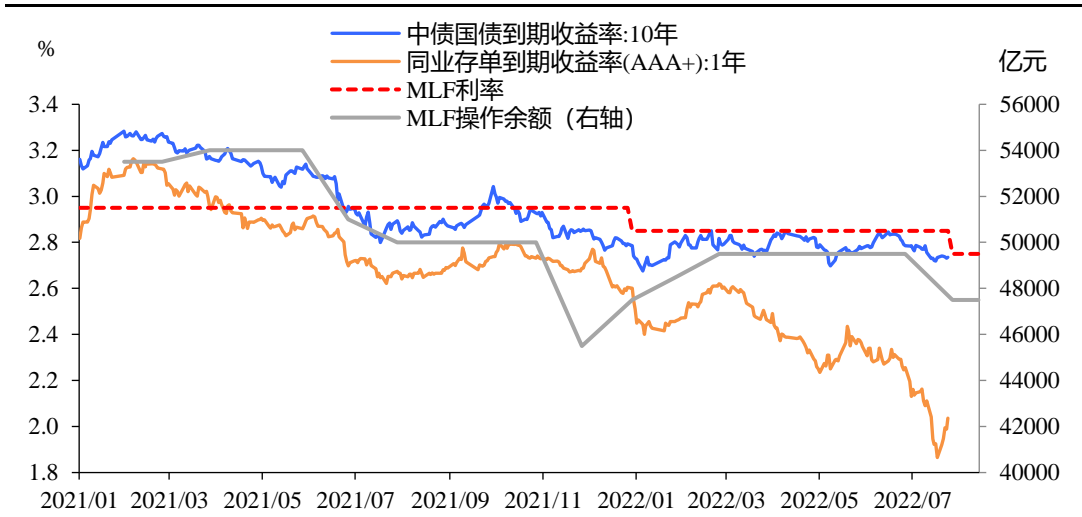
图5：短端流动性较为充裕，逆回购利率同步下降 10bp



备注：sd≡逆回购利率与 DR007 点差的滚动标准差

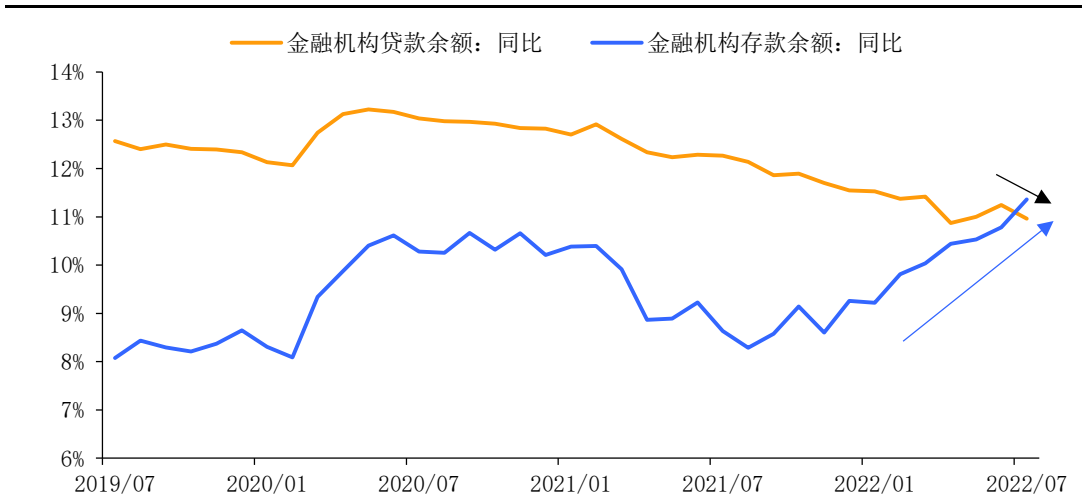
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图6：同业存单利率大幅低于 MLF 利率



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图7：金融机构存款增速首次超过贷款



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

