

8月15日降息点评

社融低迷再次触发超预期降息

事件：央行公开市场今日开展 4010 亿元 1 年期 MLF 和 2040 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率分别为 2.50%、1.80%，此前分别为 2.65%、1.90%。今日有 4000 亿元 1 年期中期借贷便利(MLF)和 60 亿元 7 天期逆回购到期。

本轮降息落地后将进入政策观察期。我们认为往后以下三点值得关注：一是本月 LPR 报价是否会跟随 1 年期 MLF 利率调整 15bp，以及 5 年期 LPR 报价调整是否超预期。7 月以来商品房销售仍旧不振的情况下，LPR 仍可能进行非对称降息，存在 5 年期 LPR 下调超过 15bp 的可能性；二是随着三季度地方政府债开始加快发行，市场可能面临一定程度上的结构性流动性短缺，降准可能也将于近期落地。同时降息窗口期仍未关闭，如果社融尤其是表内融资数据不及预期、资金利率中枢下行，央行仍有降息必要；三是随着政策利率中枢下调，10 年期国债活跃券利率目前已突破前期低点 2.60%，进一步下行空间打开，央行短期流动性投放依然充足，目前流动性环境仍将保持宽松，短期上行风险有限。

- **降息时点超预期。**本轮降息属于 7 月 24 日政治局会议后货币政策的迅速落地，无论是从时点还是幅度上都反映出了明确的宽松信号，基于以往逆周期调节政策当中货币政策先行的规律，后续大概率还有其它部门政策跟进。从同日公布的经济数据来看，经济复苏及就业情况仍不及预期，7 月金融数据也不甚乐观，其次市场利率持续下降，7 月以来 DR007 利率持续保持在政策利率以下，结合来看本轮经济金融环境与 6 月较为类似，因此响应逆周期调节速度也同样较快。
- **流动性指标中的降息机制。**广义流动性方面，社融尤其是表内融资数据不及预期是启动降息的机制之一。从降息的节奏来看，3 月内连续调降 1 年期中期借贷便利利率仅在 2019 年 11 月-2020 年 3 月期间发生，属于受到临时性冲击。但今年 6 月-8 月连续降息更多是由于企业内生信用扩张能力下降导致，与此类似的是去年 8 月降息也伴随着社融数据不及预期。近两年内较为频繁发生的社融数据大幅不及预期是启动降息的机制之一，而降息对于减轻实体部门债务压力等方面具有重大意义。
- **狭义流动性方面，资金利率中枢下行也是启动降息的机制之一。**以 2019 年 11 月和 2022 年 1 月两次降息为例，若市场利率没有持续高于政策利率而是围绕政策利率波动，则央行往往会在观察期之后选择启动降息。6 月降息之后，DR007 利率反弹至 2.0% 后再度下行，7 月以来则持续保持在政策利率以下，7 月 3 日-8 月 14 日平均值为 1.78%，即资金利率中枢维持在 1.80%，一定程度上定价了降息预期。尽管遵循“缩减原则”降息幅度往往偏小，但整体思路仍然是围绕“实际利率总体保持在略低于潜在经济增速水平”出发，政策利率与市场利率也相差不远。
- **降息幅度超预期。**本轮降息幅度同样超出预期，其中 1 年期中期借贷便利利率下调 15bp，属于 2020 年 2 月以来的单次最大降幅，7 天逆回购利率仅下降 10bp。从非对称降息操作来看，央行选择了兼顾稳增长和防风险，既要降低中长端政策利率以减轻微观主体的债务压力、缓解信用收缩局面、适配下行的经济增速，又要防止银行间资金空转。从降息先于降准、以及中期借贷便利仅超额续作 10 亿元的操作来看，也能体会出央行对于银行间不缺流动性、但实体缺乏融资意愿的看法。因此非对称降息和降息而非降准其实说明了同一件事，即央行现阶段尽管进行的是总量操作，但也仍具有针对性。
- **风险提示：**经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

相关研究报告

《7 月金融数据点评：居民缩表现象或将频繁出现》20230811

《7 月通胀点评：下半年通胀有望波动上行》20230809

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

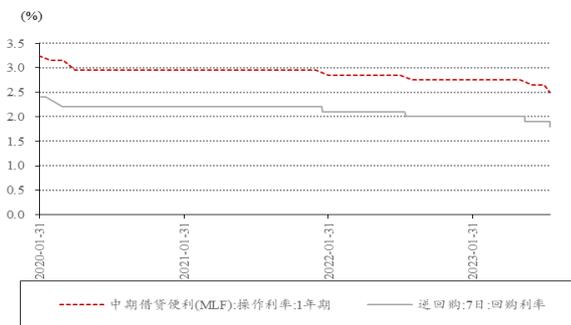
事件：央行公开市场今日开展 4010 亿元 1 年期 MLF 和 2040 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率分别为 2.50%、1.80%，此前分别为 2.65%、1.90%。今日有 4000 亿元 1 年期中期借贷便利(MLF)和 60 亿元 7 天期逆回购到期。

降息时点超预期。本轮降息属于 7 月 24 日政治局会议后货币政策的迅速落地，无论是从时点还是幅度上都反映出了明确的宽松信号，基于以往逆周期调节政策当中货币政策先行的规律，后续大概率还有其他部门政策跟进。从同日公布的经济数据来看，经济复苏及就业情况仍不及预期，7 月金融数据也不甚乐观，其次市场利率持续下降，7 月以来 DR007 利率持续保持在政策利率以下，结合来看本轮经济金融环境与 6 月较为类似，因此响应逆周期调节速度也同样较快。

流动性指标中的降息机制。广义流动性方面，社融尤其是表内融资数据不及预期是启动降息的机制之一。从降息的节奏来看，3 月内连续调降 1 年期中期借贷便利利率仅在 2019 年 11 月-2020 年 3 月期间发生，属于受到临时性冲击。但今年 6 月-8 月连续降息更多是由于企业内生信用扩张能力下降导致，6 月 13 日降息伴随着 5 月社融数据中表内融资同比少增 6271 亿元，8 月 15 日降息则伴随着 7 月社融数据中表内融资同比少增 3094 亿元，与此类似的是去年 8 月降息也伴随着社融数据不及预期。从这一角度来看，近两年内较为频繁发生的社融数据大幅不及预期是启动降息的机制之一，而降息对于减轻实体部门债务压力等方面具有重大意义。

狭义流动性方面，资金利率中枢下行也是启动降息的机制之一。以 2019 年 11 月和 2022 年 1 月两次降息为例，若市场利率没有持续高于政策利率而是围绕政策利率波动，则央行往往会在观察期之后选择启动降息。6 月降息之后，DR007 利率反弹至 2.0% 后再度下行，7 月以来则持续保持在政策利率以下，7 月 3 日-8 月 14 日平均值为 1.78%，即资金利率中枢维持在 1.80%，一定程度上定价了降息预期。尽管遵循“缩减原则”降息幅度往往偏小，但整体思路仍然是围绕“实际利率总体保持在略低于潜在经济增速水平”出发，政策利率与市场利率也相差不远。

图表 1. 非对称降息



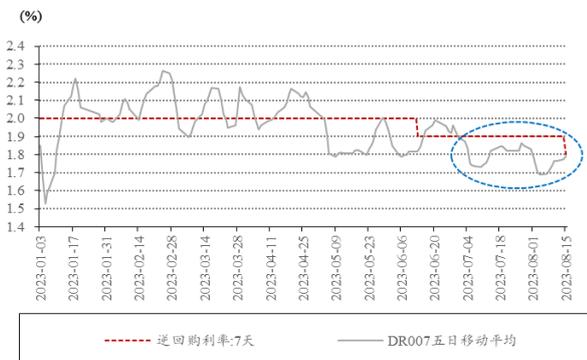
资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 社融规模与 1 年期 MLF 降息



资料来源：Wind，中银证券

图表 3. DR007 利率与 7 天逆回购降息



资料来源：Wind，中银证券

图表 4. 1 年期同业存单利率与 1 年期 MLF 降息



资料来源：Wind，中银证券

降息幅度超预期。本轮降息幅度同样超出预期，其中1年期中期借贷便利利率下调15bp，属于2020年2月以来的单次最大降幅，7天逆回购利率仅下降10bp。从非对称降息操作来看，央行选择了兼顾稳增长和防风险，既要降低中长端政策利率以减轻微观主体的债务压力、缓解信用收缩局面、适配下行的经济增速，又要防止银行间资金空转。从降息先于降准、以及中期借贷便利仅超额续作10亿元的操作来看，也能体会出央行对于银行间不缺流动性、但实体缺乏融资意愿的看法。因此非对称降息和降息而非降准其实说明了同一件事，即央行现阶段尽管进行的是总量操作，但也仍具有针对性。在流动性投放充裕的环境下，降低无风险利率水平提升实体投资意愿更为重要，降息配合银行存款利率下调有利于提升货币流通速度，加强实体经济活化程度，巩固逆周期调节信心。

本轮降息落地后将进入政策观察期。我们认为往后以下三点值得关注：一是本月LPR报价是否会跟随1年期MLF利率调整15bp，以及5年期LPR报价调整是否超预期；二是其他政策如何跟进；三是未来债市如何定价。

跟随式调降更能释放明确稳增长信号。本轮降息释放出了明确的稳增长信号。按以往规律来看，LPR报价在“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”机制下也会跟随MLF调整，从LPR改革以来，六次MLF降息，都会带动LPR进行同步调整。但从调整幅度来看，LPR调降存在非对称降息的情况，去年5年期LPR连续两次下调15bp传递出明确的稳地产信号。7月以来商品房销售仍旧不振的情况下，LPR仍可能进行非对称降息，存在5年期LPR下调超过15bp的可能性。

其他政策如何跟进。随着三季度地方政府债开始加快发行，市场可能面临一定程度上的结构性流动性短缺，降准可能也将于近期落地，配合降息释放流动性。同时降息窗口期仍未关闭，如果社融尤其是表内融资数据不及预期、资金利率中枢下行，央行仍有降息必要。降准之外，存款利率有无可能继续下调、以及存量房贷利率是否会调整也值得关注。

债市下行空间打开。与去年8月和今年6月降息相似的是，降息落地后10年期国债活跃券利率大幅下行，目前已经有效突破6月14日和7月24日两次触及的低点2.60%，接近2020年4月低点。且随着政策利率代表的市场利率中枢下调，债市上行空间也随之压缩，市场利率进一步下行空间打开，随着央行短期流动性投放依然充足，目前流动性环境仍将保持宽松，短期上行风险有限。

图表 5. 降息后股债表现

时间	降息方式	上证综指表现 (%)		10年期国债表现 (bp)	
		T+1	T+5	T+1	T+5
2023/8/15	1年期MLF下调15BP、 7天逆回购利率下调10BP				
2023/6/13	7天逆回购利率下调10BP	0.15	0.84	(0.49)	5.24
2022/8/15	1年期MLF、7天逆回购利率下调10BP	(0.02)	(0.57)	(7.65)	(14.72)
2022/1/17	1年期MLF、7天逆回购利率下调10BP	0.58	0.04	(0.75)	(8.35)
2020/3/16	1年期MLF利率下调10BP	(3.40)	(4.91)	(0.01)	0.56
2020/2/17	1年期MLF利率下调10BP	2.28	4.20	2.97	(1.61)
2019/11/05	1年期MLF利率下调5BP	0.54	(2.20)	(5.00)	(4.91)

资料来源：中国人民银行，万得，中银证券。注：T+5为后续五个交易日

风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371