

央行提前发力，未来政策可期

2023年8月MLF利率下调解读

核心内容：

- **央行时隔2月再次下调MLF利率，时间和力度均超预期**中期政策利率的1年期MLF利率下调15BP，幅度超过市场预期5BP。短期政策利率的7天逆回购利率下调10BP，幅度符合市场预期。预计央行将于本月20日引导LPR利率跟随政策利率调降。今年6月份的利率调降节奏是OMO利率下调10BP→MLF利率下调10BP→LPR利率下调（1年期和五年期均为10BP），当时在MLF利率下调之后市场对于LPR利率的非对称降息幅度有所期待，预期5年期LPR利率可能调降15BP，最后央行没有实行LPR非对称降息的策略低于市场预期。展望本月20日的LPR操作，我们更倾向于LPR利率可能呈现非对称下降幅度，可能的操作路径是OMO利率下调10BP、MLF利率下调15BP→LPR利率下调（1年期15BP、5年期20BP），意在稳定房地产需求推动总需求回升。在经济下行的压力背景下，如果央行选择引导5年期LPR利率下降25BP，稳增长效果将会更好。

- **我们的分析：本次降息打破了预期的先降准后降息，先存款利率后贷款利率的做法，央行货币政策重心在稳增长，政策层对于经济下行和信贷收缩的重视度大幅提高，逆周期调节回到政策中心位置。**

降息主要是因为经济下行以及信贷收缩，稳定和提振经济和市场信心。首先，对冲经济的下行需要货币政策走到市场预期之前，降息幅度仍然需要加强；其次，通胀不断下行，实际利率出现上升，需要降息才能有效刺激实体经济融资需求回升；再次面对房地产周期下行的压力，需要利率持续的下行和其他组合政策推出。后续的降息、降准等货币政策跟进和财政政策的大力推行才能使得经济下行预期得到扭转；最后利率下行将给人民币汇率带来压力。短期内预计央行会陆续启用外汇管理工具箱，保持人民币汇率相对稳定。中长期来看，降息可能提振经济，对人民币汇率是利好。

- **我们的判断和政策预期：年内降息、降准均仍有空间**

1、利率年内存在20BP-30BP下调空间。观察今年二次降息的时间窗口，均选择美联储非加息月份，6月央行提前预判美联储暂停加息，8月则是美联储货币政策的真空期。下次降息可能再次选择美联储货币政策真空期的10月，减轻可能给人民币汇率带来的压力。

2、8、9月份地方政府债加速发行，可能引起的流动性紧张将部分对冲降息对实体经济的推动作用，因此9月央行可能再次选择降准释放长期流动性，加大逆周期调节，配合财政政策协同发力。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

杨超

☎：010-80927696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

分析师助理：吕雷、于金潼

主要风险：

1. 通胀上行不及预期的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 内需持续低迷的风险
4. 地方政府债务的风险
5. 政策时滞的风险
6. 美联储继续加息的风险

目录

一、央行时隔 2 月再次下调 MLF 利率，时间和力度均超预期	3
二、央行货币政策重心在稳增长	3
（一）经济下行的压力	3
（二）信贷收缩的压力	4
（三）减轻债务压力	4
（四）实际利率上升的压力	6
三、我们的判断和政策预期：年内降息、降准均仍有空间	6
四、政策预期再度加码，A 股市场投资环境亟待提振	7

一、央行时隔 2 月再次下调 MLF 利率，时间和力度均超预期

根据央行最新公布，做为中期政策利率的 1 年期 MLF 利率下调 15BP，幅度超过市场预期 5BP。短期政策利率的 7 天逆回购利率下调 10BP，幅度符合市场预期。

预计央行将于本月 20 日引导 LPR 利率跟随政策利率调降。今年 6 月份的利率调降节奏是 OMO 利率下调 10BP→MLF 利率下调 10BP→LPR 利率下调（1 年期和五年期均为 10BP），当时在 MLF 利率下调之后市场对于 LPR 利率的非对称降息幅度有所期待，预期 5 年期 LPR 利率可能调降 15BP，最后央行没有实行 LPR 非对称降息的策略低于市场预期。展望本月 20 日的 LPR 操作，我们更倾向于 LPR 利率可能呈现非对称下降幅度，可能的操作路径是 OMO 利率下调 10BP、MLF 利率下调 15BP→LPR 利率下调（1 年期 15BP、5 年期 20BP），意在稳定房地产需求推动总需求回升。在经济下行的压力背景下，如果央行选择引导 5 年期 LPR 利率下降 25BP，稳增长效果将会更好。

二、央行货币政策重心在稳增长

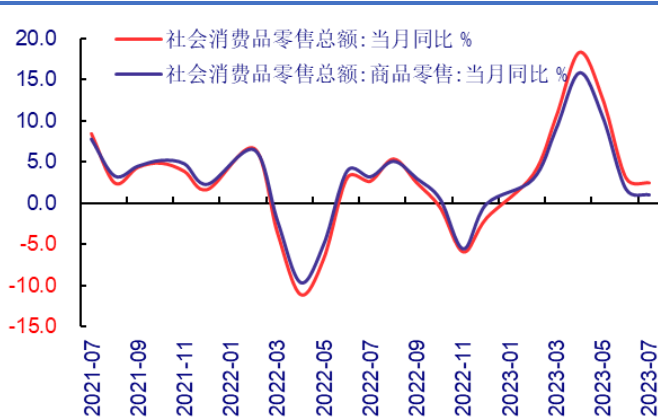
本次降息打破了预期的先降准后降息，先存款利率后贷款利率的做法，同时政策重心围绕在为增长，政策层对于经济下行和信贷收缩的重视度大幅提高，逆周期调节回到政策中心位置。

降息主要是因为经济下行以及信贷收缩，稳定和提振经济和市场信心。

（一）经济下行的压力

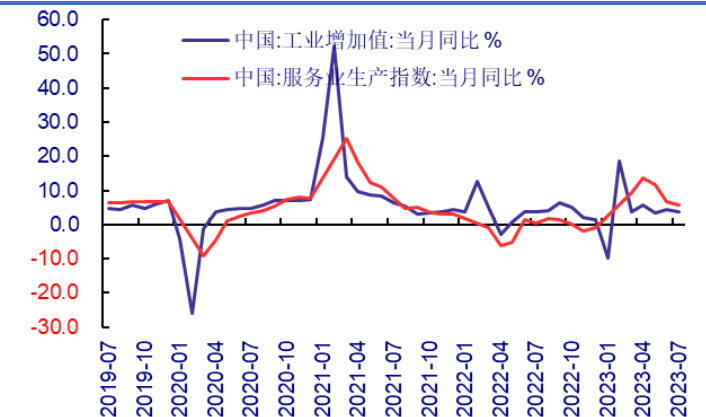
经济数据显示宏观经济再次走低，运行稍显疲软，经济下行压力加大。消费、投资、出口均继续下滑，工业生产均超预期下行。7 月消费、投资和生产的环比增速均负增长，房地产继续回落，这意味着 3 季度 GDP 的环比增速不及预期。7 月份的信贷大幅下滑，CPI 出现负增长，PPI 也处于低位。

图 1：消费弱势下滑（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：工业增加值同比下滑（%）

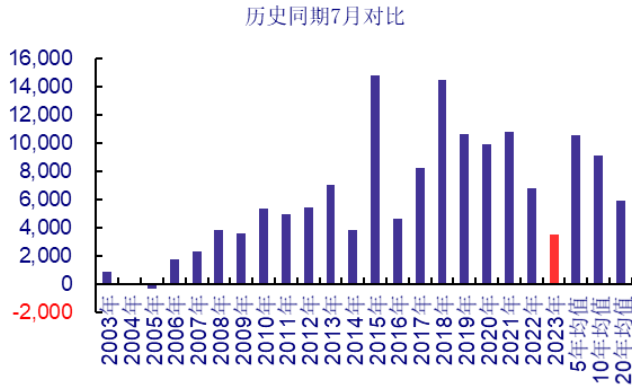


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

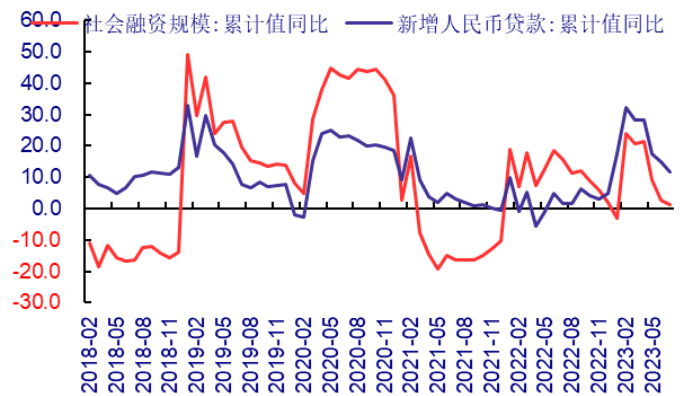
（二）信贷收缩的压力

7月信贷跌入低谷，季节性原因和房地产疲软同时起作用。7月份是信贷小月，信贷的回落预期之内，但本次7月的回落速度快于以往，弱势中更显弱势。居民端房地产的弱势和企业端项目推出不及预期同在，但主要仍然是房地产的弱势。

图3：7月新增金融机构人民币贷款为过去5年最低（亿元） 图4：新增社融和信贷累计增速连续下滑（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

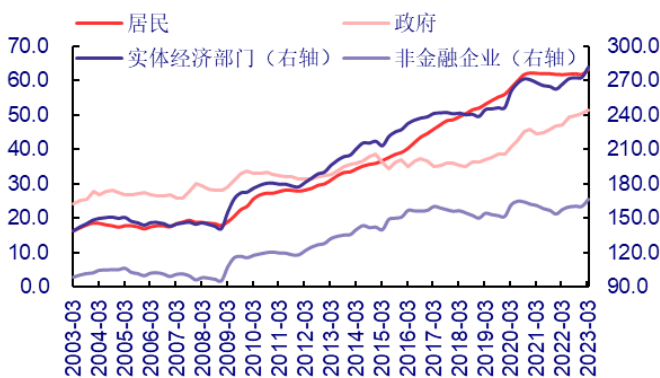


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（三）减轻债务压力

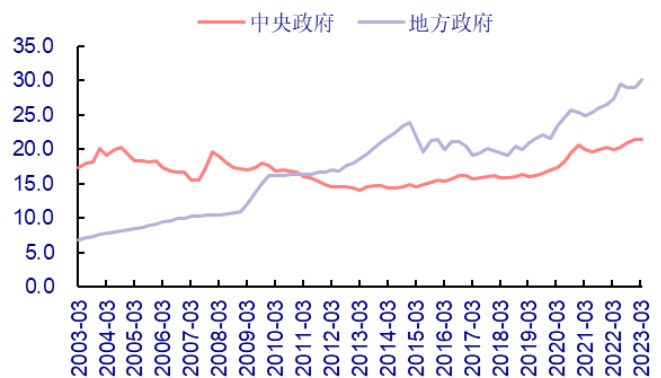
2023年以来实体经济部门杠杆率持续走高，债务压力较大。截止2023年1季度，中国实体经济部门杠杆率已达到281.8%，其中居民部门杠杆率为63.3%，非金融企业部门杠杆率167%，政府部门杠杆率21.4%，均创出历史新高。较高的杠杆率带来了较大的债务压力。

图5：实体经济部门杠杆率创历史新高（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：地方政府杠杆率上升明显（%）

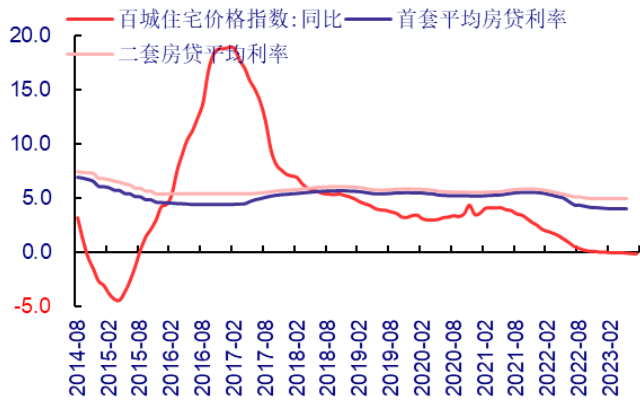


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

居民部门的负债主要来自于个人住房贷款，调降LPR有利于刺激居民部门消费、投资需求。7月金融数据显示，居民贷款和存款同时下行，居民表现明显的去杠杆趋势。个人住房贷款利率主要参考LPR，LPR的下行有助于减轻居民还贷压力。在居民收入预期不稳，信心不足的背景下，较大的付息压力影响了居民部门的消费需求。目前调降LPR达到调降居民个人住房贷款利率，有现实意义，房地产的资产回报率等于房租回报率和房地产价格预期上行幅度，现阶段

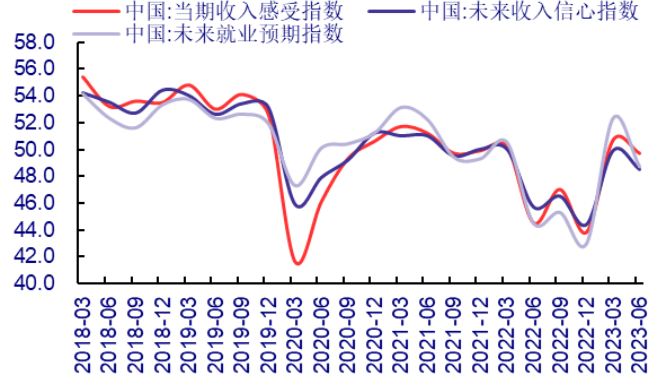
房地产价格上行预期不足，房地产租金回报率和房地产贷款利率之间差距较大，所以稳定需求端需要调降LPR，引导房地产贷款利率下行。从而提振居民购房需求，稳定房地产行业。

图 7：个人住房贷款利率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：央行城镇储户问卷调查（%）



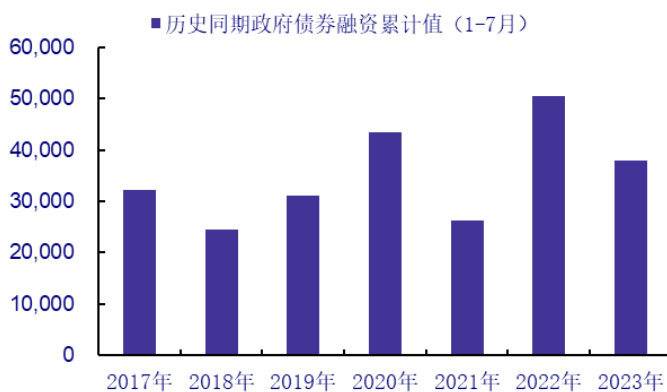
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

政府部门：8月、9月地方政府债预计加速发行，降息是与财政政策协同发力。

根据测算，2023年全年政府债券限额为7.68万亿元，与2022年基本持平，高于2022年1600万（2022年为7.52万亿元）。截止2023年7月剩余的政府债券融资额度约3.9万亿左右，而去年同期的剩余额度只有2.47万亿元。7月政治局会议强调加快地方政府专项债券发行和使用，预计8月份、9月份地方政府的债券发行将提速。根据中国债券信息网截止2023年8月11日公开披露的21个省市的地方政府债券发行计划，21个省市三季度预计发行1.92万亿政府债券，其中专项债1.5万亿，占比79%。21个省市8月份预计发行1.04万亿政府债券8月份发行预计提速。

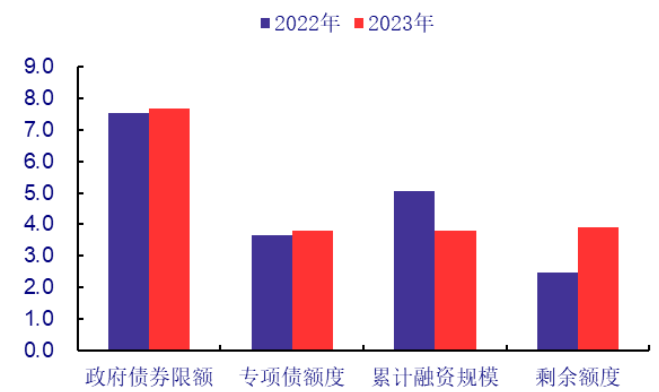
但目前地方政府债务余额持续扩大，付息压力增大。降息有助于减轻债务压力。根据财政部数据，截至2023年6月末，地方债余额总量升至37.8万亿元，上半年支付利息5936亿元。

图 9：1-7月政府债券融资累计规模（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

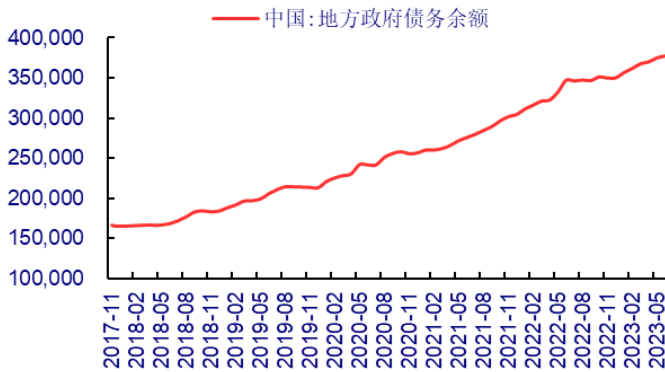
图 10：政府债券剩余额度高于去年 1.4 万亿（万亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：地方政府债务余额上升（亿元）

图 12：地方政府债券到期偿还的本金和支付利息（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

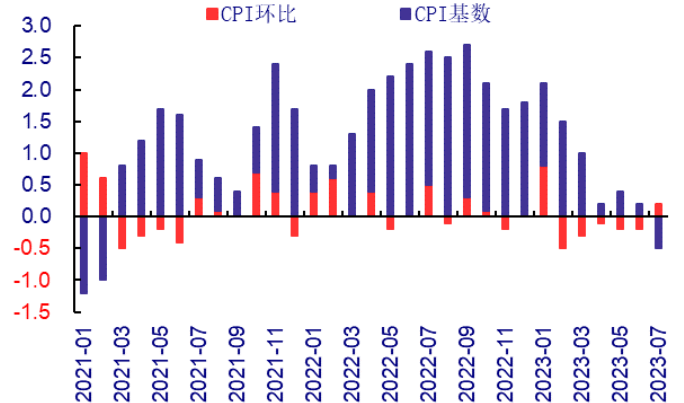
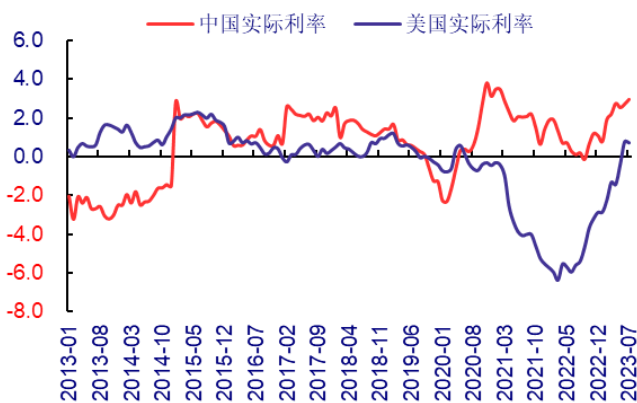
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 实际利率上升的压力

通胀不断下行, 国内实际利率出现上升, 需要降息才能有效刺激实体经济融资需求回升。未来 CPI 仍然低位运行, 虽然会有所回升, 但是回升幅度偏低。这就意味着实际利率可能持续处于高位, 对于实体经济不利。

图 13: 中国实际利率上升 (%)

图 14: CPI 进入负值 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、我们的判断和政策预期: 年内降息、降准均仍有空间

利率年内仍存 20BP-30BP 下调空间。观察今年二次降息的时间窗口, 均选择美联储非加息月份, 6 月央行提前预判美联储暂停加息, 8 月则是美联储货币政策的真空期。下次降息很可能选择美联储货币政策真空期的 10 月, 减轻可能给人民币汇率带来的压力。

央行在一季度货币政策报告中提出合理利率水平长期衡量原则是低于经济潜在增长率, 并且利率水平要以自然利率为矛。

从理论来看, 央行对于我国长期经济增速的预期在 5.5% 左右。从历史水平来看, 政策利率平均低于潜在增长率 250bps 左右, 名义政策利率水平更可能下滑至 3.1% 左右。

8月和9月份地方政府债加速发行，可能引起的流动性紧张将部分对冲降息对实体经济的推动作用，因此9月央行可能再次选择降准释放长期流动性，加大逆周期调节，配合财政政策协同发力。

图 15: 1 年期贷款利率 (%)

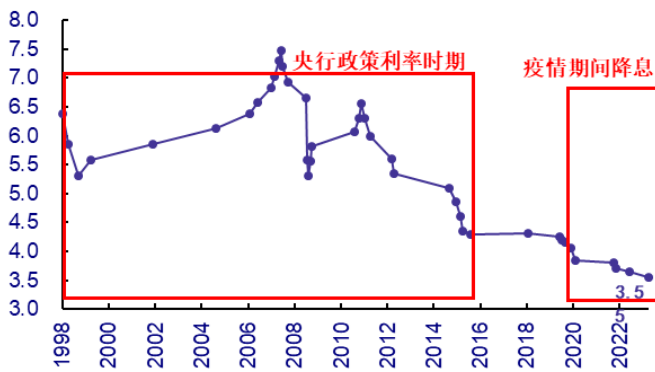
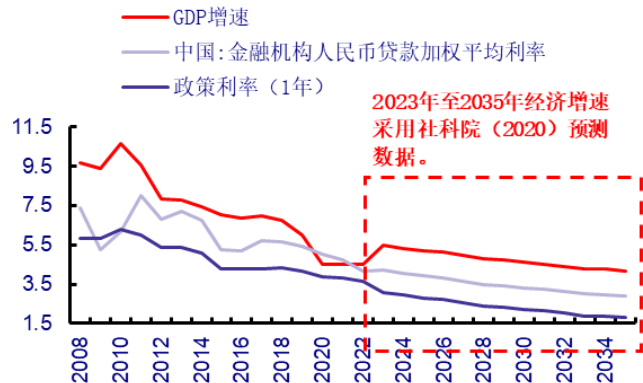


图 16: GDP 增速与利率对比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、政策预期再度加码，A 股市场投资环境亟待提振

8月降息是2023年第二次降息。今年6月13日，7天期公开市场逆回购利率下调10个基点，从2.0%下调至1.9%；6月15日，1年期中期借贷便利(MLF)利率下调10个基点，从2.75%下调至2.65%。本次降准非常及时，7月经济数据、金融信贷数据全面超预期低迷，降准释放了积极的政策信号，有助于提升信心，对于A股市场而言，有以下几点研判：

趋势研判：当前市场“灰犀牛”风险频现，尤其是“目前房地产市场总体处于调整阶段，部分房企经营遇到一定困难，特别是一些龙头房企债务风险有所暴露，影响市场预期”。但结合7月中央政治局会议及后续政策，加上A股估值绝对低位，预判市场震荡上行的时机已来临。

图 17: A 股市场与美元指数的显著负相关性

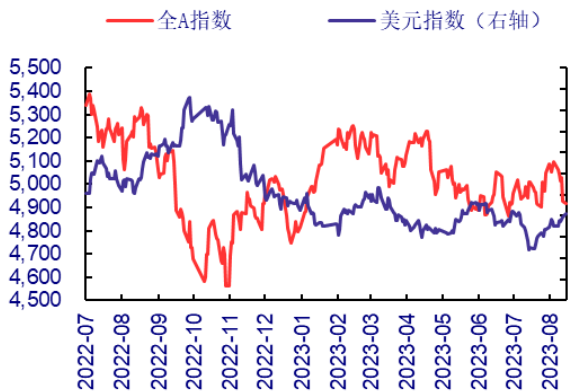


图 18: 港股市场与美元指数呈现显著负相关



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

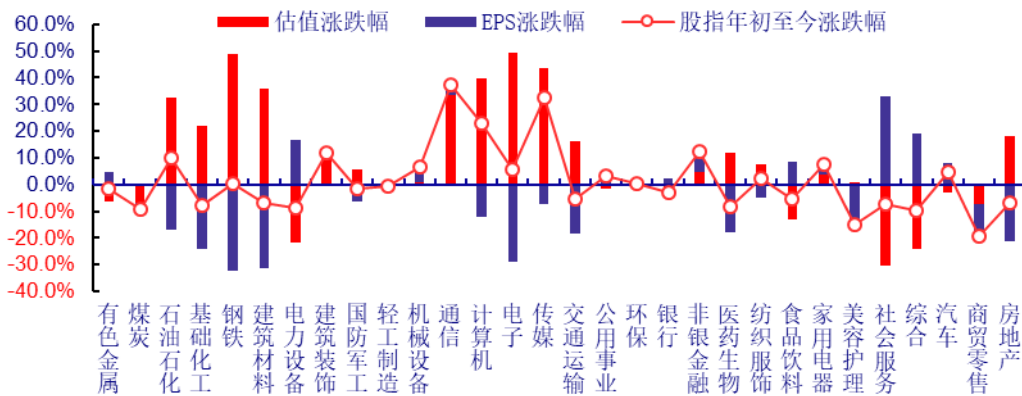
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

主线研判逻辑：基于 A 股市场投资环境分析，尤其是当前市场存量博弈为主的背景下，以及通胀数据、金融数据、及 7 月经济数据的表现，坚守主线的投资逻辑：（1）金融数据超预期低迷。社会融资规模增量创下 2016 年 7 月以来新低，主要受社融口径人民币贷款拖累，7 月人民币贷款单月新增规模创下 2009 年 11 月以来新低，其中，居民部门贷款相对低迷。企业和居民的信心亟待恢复，需求不足问题仍较为突出。下一步如何提振实体经济活跃度，进一步扩大内需，仍将是政策的发力点。M1、M2 增速双双回落，M1 与 M2 的“剪刀差”较上月进一步扩大 0.2 个百分点，资金空转现象较为严重。（2）7 月 PPI 同比、环比降幅均收窄，呈现出边际改善的迹象，仍处于较低位置。（3）7 月宏观经济基本面分析，国内需求仍显不足，经济恢复向好基础仍待加固。

政策判断：综合当前宏观经济背景，7 月政治局会议也明确提出“要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”，在 7 月金融数据低于预期的表现下，市场对于政策释放的预期升温，这更是实体经济的需求，因此，未来各项政策组合仍具较强预期。

从外围分析，美国通胀数据又些许反复，加剧了美联储鹰派的表态，也压制了人民币兑美元的升值，加上当前国内经济处于修复期，进出口数据下行，也使得人民币汇率走低。从汇率传导分析，目前海外流动性视角看，A 股市场的不利因素基本归零，面临好转态势。

图 19：今年以来主线行情的催化逻辑不尽相同



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

投资建议：8 月是 A 股上市公司中报密集披露季，那么**围绕三条主线，建议密切关注业绩增长良好的行业或具体标的**。统计局回应，消费层面，还存在制约消费的一些不利因素，但是随着经济恢复、居民就业改善、收入增加以及促消费政策显效，消费有望持续扩大。从近期情况来看，**暑期旅游出行、文体娱乐火热情况仍有望保持**。从大数据观测情况看，旅游消费有望持续回暖，随着促进**电子产品、家居消费**等政策措施显效，**相关消费有望逐步改善**。同时市场供给逐步优化，为消费扩大创造有利条件。随着我国新能源汽车产品品质提高，7 月份**新能源汽车销售量同比增长超过 30%**。三条主线为：

- （1）**国产科技替代创新：**电子（半导体、消费电子）、通信（光芯片、运营商转型数字经济）、计算机（AI 算力、数据要素、信创）以及传媒（游戏、广告、平台经济）等；
- （2）**业绩绩优、政策加持的大消费细分领域：**医药生物、新能源消费、食品饮料、酒店、旅游、交运等；
- （3）**中国特色估值重塑主题：**能源、电力、基建、房地产产业链等。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

杨超：策略分析师，清华大学理论经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念。兼任清华大学五道口金融学院“中国金融政策信息”项目研究员。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

唐璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn