

央行公开市场操作利率下调解读

二度降息加码稳增长，经济平稳可期

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
证券分析师：赵婧 0755-22940745 zhaojing@guosen.com.cn 执证编码：S0980513080004

事项：

2023年8月15日9点20分，央行公告：“为对冲税期高峰等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，2023年8月15日人民银行开展2040亿元公开市场逆回购操作和4010亿元中期借贷便利（MLF）操作，充分满足了金融机构需求。其中，公开市场7天逆回购中标利率下降10个基点至1.8%，中期借贷便利（MLF）中标利率下调15个基点至2.5%”。

评论：

◆ 政策利率年内二度下调，降息可期

此次政策利率下调是今年以来的第二次下调，2019年以来的第七次下调，2020年疫情以后的第六次下调。幅度方面，此次1年期MLF比7天逆回购利率多下调5BP，7天逆回购利率下调幅度居中，MLF下调幅度较大。

另外考虑到贷款市场报价利率（LPR）=MLF利率+风险溢价，因此此次政策利率的下调，意味着20日的LPR利率也将继续下调。

表1：2019年以来7天逆回购利率的历次下调

日期	7天逆回购利率（%）	变动（BP）
2019-11-18	2.5	-5
2020-2-3	2.4	-10
2020-3-30	2.2	-20
2022-1-17	2.1	-10
2022-8-15	2	-10
2023-6-13	1.9	-10
2023-8-15	1.8	-10

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：2019年以来1年MLF利率的历次下调

日期	1年MLF利率（%）	变动（BP）
2019-11-5	3.25	-5
2020-2-17	3.15	-10
2020-4-15	2.95	-20
2022-1-17	2.85	-10
2022-8-15	2.75	-10
2023-6-15	2.65	-10
2023-8-15	2.5	-15

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图1: 7天逆回购利率走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 1年MLF利率走势

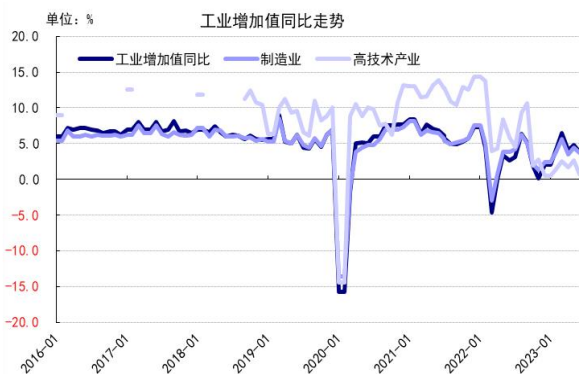


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 降息助力稳增长

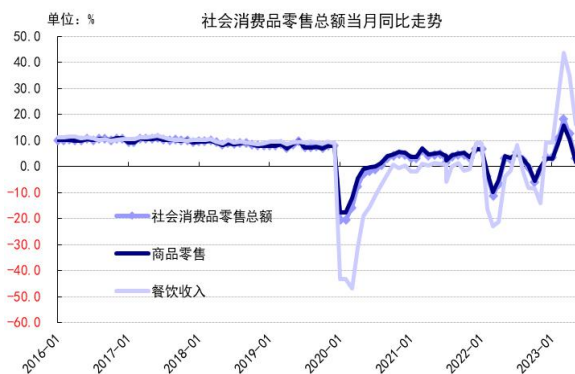
当前,我国经济正处在由“恢复性增长”向“内生性增长”切换的关键时期。4月以来,经济复苏势头有所放缓,稳增长迫切性提升。7月底中央政治局会议从就业、房地产、消费等多维度提出政策支持,其中货币政策提到发挥总量和结构性货币政策工具作用。此次央行三个月两度降低政策利率,助力稳增长决心显著。

图3: 工业增加值同比走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 社会消费品零售额同比走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 降息时点符合预期,幅度略超预期

上周五7月金融数据发布,社融增速8.9%,继续创新低,M2同比10.7%,较6月下滑0.6%,导致市场降息预期明显升温。

本周一7月经济数据发布,工业增加值、固定资产投资以及消费增速均再度下滑,进一步印证了此次降息的必要性。

然后和以往相比,本次MLF利率下调幅度较大,略超市场预期,也意味着稳增长政策在继续加码。

◆ 低通胀为降息提供空间，后续走向仍取决于经济变化

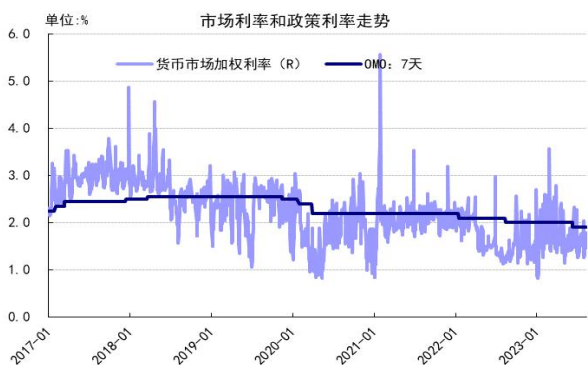
今年在总需求“弱复苏”和基数效应的联合作用下，我国通胀中枢显著下降，预计 CPI 全年 0.7%，PPI 为-3.2%，通胀下降为政策利率提供了调降空间。另外美联储和欧央行等海外主要央行加息接近尾声，我国货币政策放松的外部约束也边际减弱。

节奏上，年内政策利率的走向仍取决于当前经济的变化。货币政策“易拉难推”的属性意味着其刺激短期总需求的能力相对有限，当前我国经济面临的主要困难仍是总需求不足，在疫情“伤痕效应”对居民和企业资产负债表和信心的影响完全消退前，稳增长也需要财政政策和产业政策不断发力，为培育“内生性增长”创造更好条件。

◆ 货币市场利率有望下降，10 年期国债利率上行风险较大

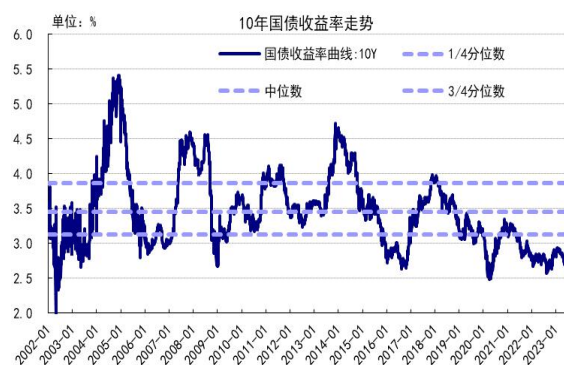
当前市场利率围绕政策利率波动。此次 7 天逆回购利率下调 10BP 至 1.8%，和市场利率的利差进一步缩窄，预计三季度市场利率中枢有望小幅回落。2023 年二季度货币市场加权利率均值 1.67%，预计三季度回落至 1.6%。长债方面，10 年国债利率再度来到近几年最低点，政策利率下调的利好已经短期出尽，我们认为近期快速突破的可能性较小，更需警惕经济预期企稳反转后带来的回调风险。

图5：市场利率和政策利率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：10 年期国债收益率走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

政策调整滞后，经济增速下滑。

相关研究报告：

- 《宏观经济数据前瞻-2023 年 7 月宏观经济指标预期一览》 ——2023-08-01
- 《7 月 PMI 数据解读-小企业带动制造业景气度回升》 ——2023-08-01
- 《美联储加息尚未结束-美联储 7 月 FOMC 会议点评》 ——2023-07-31
- 《2023 年 7 月政治局会议解读-七大政策焦点助力稳增长》 ——2023-07-25
- 《7 月 20 日中央财经委会议解读-强化耕地保护与质量提升》 ——2023-07-22

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032