

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观分析师  
执业编号: S1500523050006  
联系电话: +86 13682411569  
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 降息之后，可能还有降准、降息

2023年8月15日

- **如何理解央行 MLF 和逆回购非对称降息?** 8月15日，央行下调1年期 MLF 利率 15bp，下调7天 OMO 利率 10bp，为2016年3月以来的首次非对称降息。究其原因，一是今年以来不同期限市场利率围绕政策利率的波动出现分化，DR007 相对靠近7天 OMO 利率，5月至今二者利差刚好在 10bp 左右，降息 10bp 有助于保持货币政策工具的传导效率、稳定银行间杠杆水平。而同业存单利率则呈现进一步偏离1年期 MLF 利率的趋势，央行降息 15bp 可能考虑了不同期限的市场利率环境。二是逆回购和 MLF 两项工具作为定价中枢的意义不同，后者作为 LPR 定价基准能够直接影响贷款利率。因此，本次 MLF 降息幅度更大，可能包含了进一步支持实体经济的政策含义。
- **央行超预期降息的几点原因。** 今年的两次 MLF 降息前后间隔仅2个月，共计下调 25bp。上一次短期内连续降息出现在2020年2月和4月，MLF 利率共计下调 30bp。我们总结了几点原因，一是改变实际利率偏高的局面，进一步配合稳增长政策提振国内需求、缓解物价收缩压力。7月信贷社融数据大幅缩量，国内经济数据整体不及预期，进一步凸显了央行降息的紧迫性。二是为明年的居民存量房贷利率创造更大的下调空间。三是为一揽子化债方案节约成本。
- **未来 LPR 和存款利率大概率将跟随下行。** 历史上每一次 MLF 利率下调，1年、5年期 LPR 均同向变动。考虑到本轮商业银行息差压力较大，我们预计8月21日1年、5年期 LPR 可能将同步下调 15bp。未来商业银行存款利率也有较大概率下行，一方面存款利率改革后，10年期国债收益率、1年期 LPR 均纳入存款利率调整机制，未来二者都有望下行。二是从稳定息差的角度看，当前央行降息、存量房贷置换、地方政府债务展期等因素均会导致银行资产收益下行，对应负债端降低成本也是必要的。
- **降息之后，可能还有降准、降息。** 本轮降息周期可能还未结束，一是历史上国内产能周期下行期，央行都会开启降息周期。我们判断产能周期可能在明年初前后触底，对应本轮央行降息周期尚未结束。二是未来居民和企业部门均存在信用扩张的压力，央行降息有利于提振实体融资需求。三是美联储加息已接近尾声。除了降息之外，我们预计今年内可能还会降准 1-2 次。首先今年的准备金缺口仍剩余 1.3 万亿元左右，对应降准 2 次、1 次 0.25 个百分点。其次年内政府债提速发行、四季度 MLF 集中到期等因素或造成银行间流动性收紧，我们判断下一次降准在今年三季度末之前落地的可能性较大。
- **风险因素：**国内政策力度不及预期，美联储超预期紧缩，地缘政治风险等。

目录

一、如何理解央行 MLF 和逆回购非对称降息？ .....	3
二、未来 LPR 和存款利率大概率将跟随下行 .....	6
三、降息之后，可能还有降准、降息 .....	7
风险因素 .....	10

图目录

图 1: 2016 年 3 月以来，首次出现央行 MLF 和逆回购非对称降息 .....	3
图 2: 今年以来，DR007 的波动中枢靠近 7 天 OMO 利率 .....	4
图 3: 今年以来，同业存单利率呈现进一步偏离 1 年期 MLF 利率的趋势 .....	4
图 4: 2022 年 9 月以来我国实际利率出现反弹 .....	5
图 5: 个人住房贷款利率参考基准利率进行加点 .....	5
图 6: 2022 年各地方政府的留存发债空间 .....	6
图 7: 1 年期 MLF 利率下调后，LPR 均发生同向变化 .....	7
图 8: 今年 Q1 末，商业银行净息差录得有数据统计以来最低值 .....	7
图 9: 历史上产能下行周期，央行都会开启降息周期 .....	8
图 10: 企业融资需求或已阶段性见顶 .....	8
图 11: CME FedWatch 加息路径预期（截至 8 月 15 日） .....	9
图 12: 历史上，准备金缴存基数增速与 M2 增速水平基本相当 .....	9
图 13: 今年四季度 MLF 到期规模高达 2 万亿 .....	10

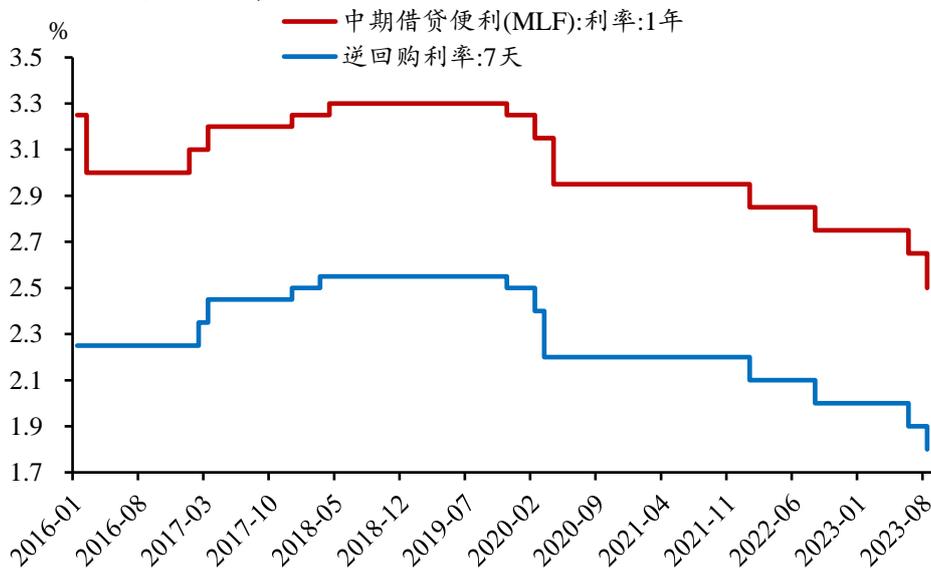
## 事件：

2023年8月15日，央行发布公开市场业务交易公告，1年期MLF中标利率2.50%，较前值下降15bp。7天逆回购中标利率为1.80%，较前值下降10bp。合计开展公开市场逆回购和中期借贷便利（MLF）操作6050亿元，当日公开市场操作到期4060亿元，实现净投放1990亿元。

## 一、如何理解央行MLF和逆回购非对称降息？

自2016年3月以来，首次出现央行MLF和逆回购非对称降息。2014年9月，央行创设了中期借贷便利（MLF）工具，早期还有3月期、6月期品种，但从2017年下半年以来，央行仅对1年期MLF开展操作（包括2019、2020年的5次1年期MLF操作）。回顾历史可见，2016年3月以来，1年期MLF和7天逆回购利率均为对称调整，幅度变化保持一致，仅操作时点有所不同。今年8月15日，1年期MLF利率下调15bp，7天逆回购利率下调10bp，首次出现非对称降息。此外，今年的两次MLF利率降息前后间隔仅2个月，共计下调25bp。上一次短期内连续降息出现在2020年2月和4月，MLF利率共计下调30bp。

图 1：2016 年 3 月以来，首次出现央行 MLF 和逆回购非对称降息



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们理解这背后主要有两方面原因：

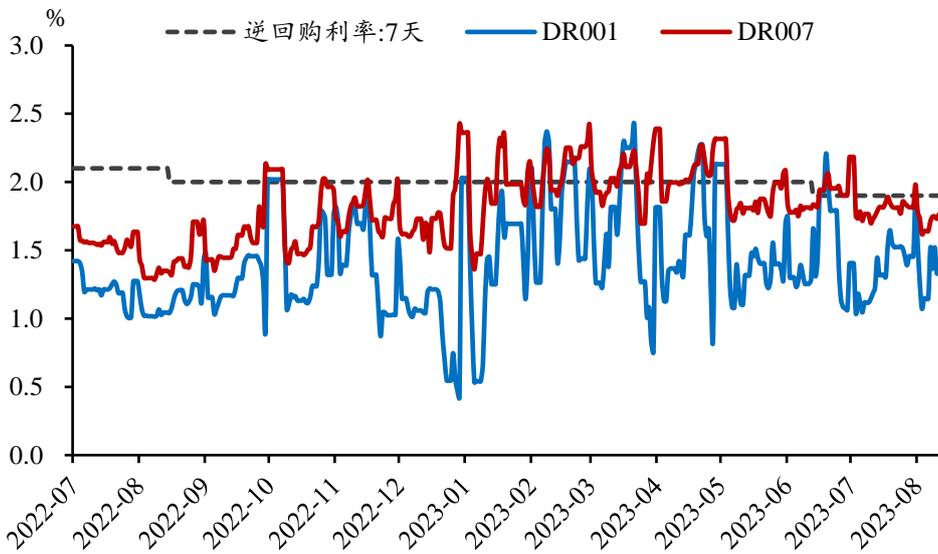
一是今年以来不同期限市场利率围绕政策利率的波动出现分化。央行短期政策利率是公开市场操作利率，以7天OMO利率为代表，短期市场利率则以DR007为代表。央行中期政策利率是1年期MLF利率，但未明确中期市场利率，市场通常将1年期同业存单利率作为参照指标。

今年以来，DR007的波动中枢先是向7天OMO利率回归，随后5月份至今DR007再度降至7天OMO利率下方，二者平均利差刚好在10bp左右。因此，央行本次下调7天OMO利率10bp，一方面有助于保持价格工具的传导效率，另一方面有利于稳定银行间杠杆水平，银行间质押式回购交易量有望维持稳定。相比之下，今年以来1年期同业存单利率持续下行，呈现进一步偏离1年期MLF利率的趋势，二者平均利差在23bp左右。这一差值虽低于2020年、2022年等较特殊年份，但高于2019、2021年等相对正常年份。因此，央行本次下调1年期MLF利率15bp，相较7天OMO利率降幅更大，可能主要是考虑了不同期限的市场利率环境。

二是逆回购和MLF两项工具存在诸多不同。首先是期限不同，最新1年期MLF利率为2.5%，7天OMO利率为1.8%，客观上前者的下调空间要高于后者。其次是操作频率不同，逆回购按日操作，投放量相对更小，但精度更高。MLF按月操作，单次投放量更大。然后是作为定价中枢的意义不同，7天OMO利率是短期资金利率的定价中枢，对于

短期限的债券（以及回购、同业存单、同业拆借等）价格有更为直接的影响。1年期MLF利率则作为较长期限债券的定价锚，更加重要的是，1年期MLF利率是LPR的定价基准，能够直接影响实体信贷利率。因此，本次1年期MLF利率降幅更大，可能还包含了进一步支持实体经济的政策含义。

图 2：今年以来，DR007 的波动中枢靠近 7 天 OMO 利率



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

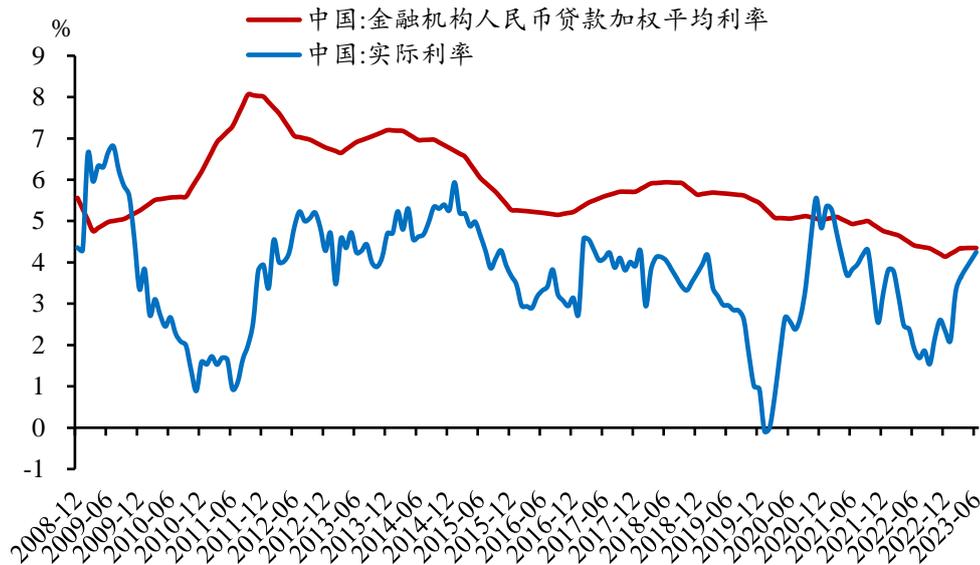
图 3：今年以来，同业存单利率呈现进一步偏离 1 年期 MLF 利率的趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

至于央行为何在短期内第二次降息，我们总结了几点原因。

**第一，改变实际利率偏高的局面，进一步配合稳增长政策提振国内需求、缓解物价收缩压力。**我们采用“银行贷款利率-通货膨胀率”的方法来构建国内的实际利率观测指标，可见，尽管过去 2 年我国名义利率（贷款加权平均利率）总体趋于下行。但由于国内通胀读数降幅更大，尤其是今年以来 CPI 同比增速回落较多，实际利率有所反弹。我们测算下来，今年二季度末实际利率水平约为 4.25%，明显高于过去 3 年 2.85% 的平均水平。基于此，央行降息能够带动贷款利率下行，从而改变当前实际利率偏高的局面，有利于提振国内需求，缓解物价收缩压力。此外，7 月信贷社融数据大幅缩量，统计局发布的经济数据整体不及预期，进一步凸显了央行降息的紧迫性。

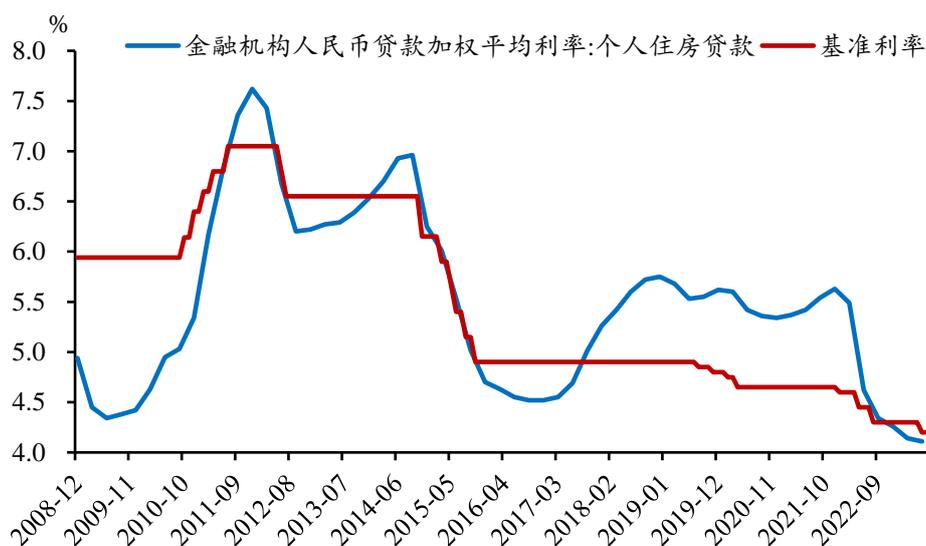
**图 4：2022 年 9 月以来我国实际利率出现反弹**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 实际利率=银行贷款利率-通货膨胀率

**第二，为明年的居民存量房贷利率创造更大的下调空间。**存量房贷压力是制约居民消费、投资意愿的一大因素。2016-2021 年房地产销售和新增居民中长期贷款明显增长，期间个人住房贷款利率均值约 5.3%，较今年 6 月末 4.11% 的个人住房贷款加权平均利率高出 1.2 个百分点。为了改变这一局面，央行在 8 月 4 日国新办发布会上的最新定调是“指导银行依法有序调整存量个人住房贷款利率”。

调降存量房贷利率有两种方法，一是改变贷款发放时银行和借款人双方商定的，基准利率之上的加点幅度。针对这一点，央行已在 7 月 14 日新闻发布会上表态“按照市场化、法治化原则，我们支持和鼓励商业银行与借款人自主协商变更合同约定”。二是调节基准利率，个人住房贷款参考的基准利率是 5 年期 LPR。对此，央行再次降息，通过 MLF-LPR 的传导机制牵引个人住房贷款利率下调。考虑到大多数选择浮动利率机制的房贷合同是在年初重新定价，央行本次降息能够为明年的居民存量房贷利率创造更大的下调空间，有利于缓解居民债务压力，进一步释放消费、投资动能。

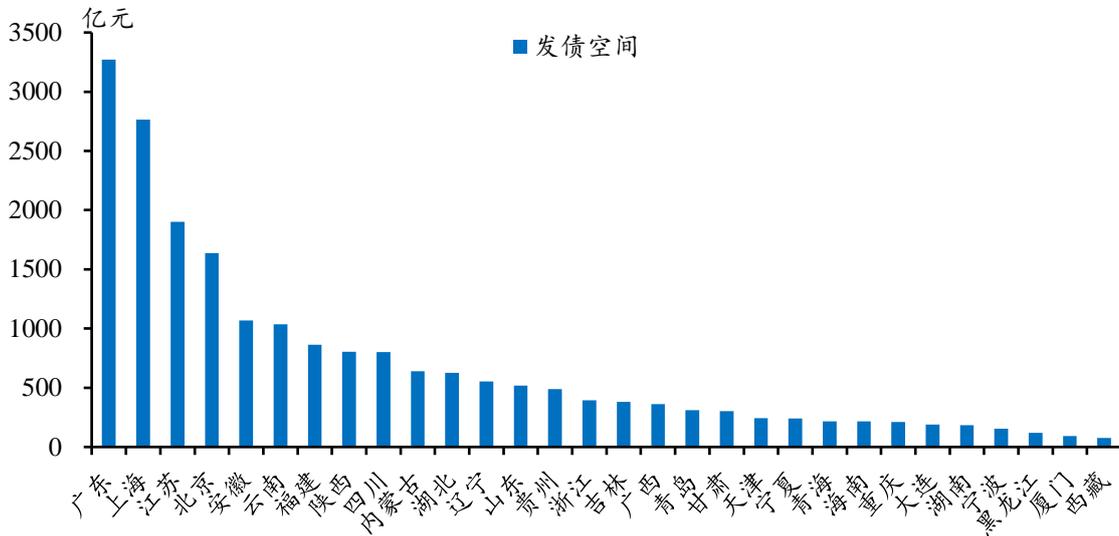
**图 5：个人住房贷款利率参考基准利率进行加点**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 2019 年 8 月以前，基准利率为中长期贷款基准利率，2019 年 8 月至今为 5 年期 LPR

**第三，为一揽子化债方案节约成本。**今年7月政治局会议指出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。我们认为，出台化债方案——开展新一轮建制县隐性债务风险化解试点——特殊再融资债重启，是未来最有可能出现的化隐债政策传导链条。我们测算发现2022年各地方政府的留存发债空间总和约2万亿元，今年内新一轮隐性债务置换有望重启，并以特殊再融资债的形式落地（详见报告《详解地方政府化隐债的重要工具——特殊再融资债》）。基于此，央行本次降息能够有效配合财政政策，为一揽子化债方案节约成本。

图6：2022年各地方政府的留存发债空间

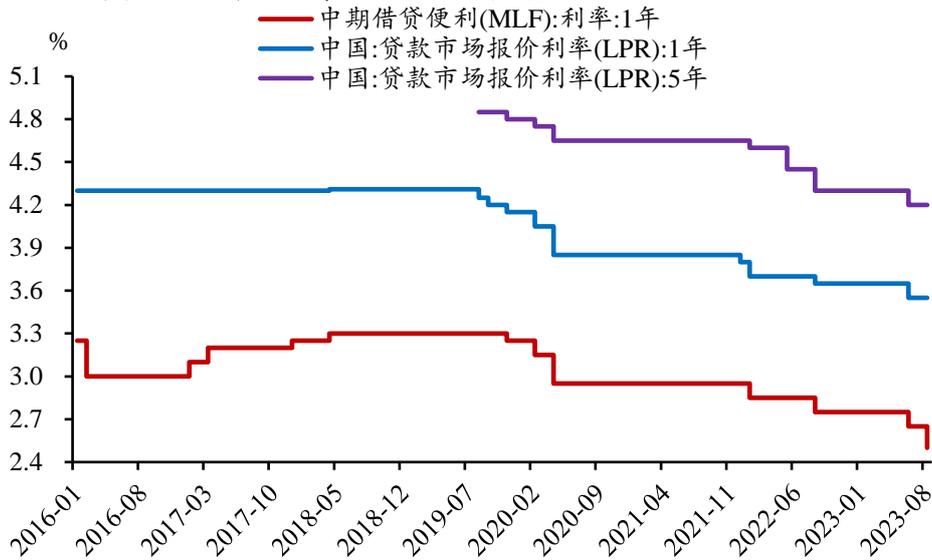


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

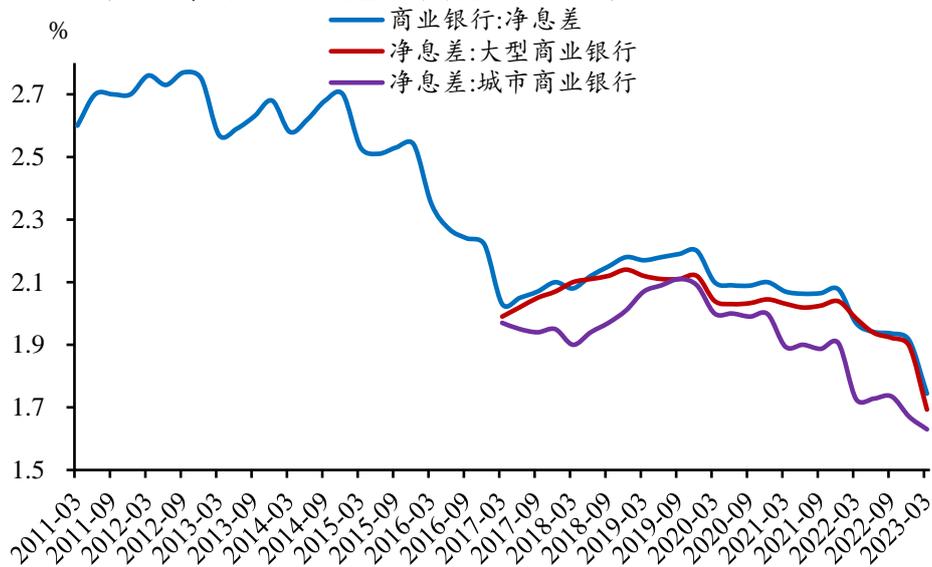
## 二、未来 LPR 和存款利率大概率将跟随下行

**我们预计8月21日LPR将跟随MLF利率下调。**1年期MLF利率是LPR的定价基准，历史上每一次1年期MLF利率下调后，1年期、5年期LPR均发生同向变化，只是变化幅度可能有所不同。考虑到本轮商业银行息差压力较大，今年一季度末录得1.74%，为有数据统计以来最低值。我们预计8月21日1年期、5年期LPR可能都将同步下调15bp。

**未来商业银行存款利率也有较大概率下行。**首先，按照存款利率市场化调整机制，10年期国债收益率和1年期LPR是存款利率定价的重要参考标准。本次央行MLF降息，未来大概率将牵引10年期国债收益率和1年期LPR下行，对应商业银行存款利率存在调降空间。其次，稳定息差对于满足监管要求和防范金融风险都具有重要意义。央行MLF降息、居民存量房贷置换、地方政府债务展期、财政贴息政策等都会导致银行资产端收益下行，因此同步降低负债成本也是必要的。

**图 7：1 年期 MLF 利率下调后，LPR 均发生同向变化**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 8：今年 Q1 末，商业银行净息差录得历史有数据统计以来最低值**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

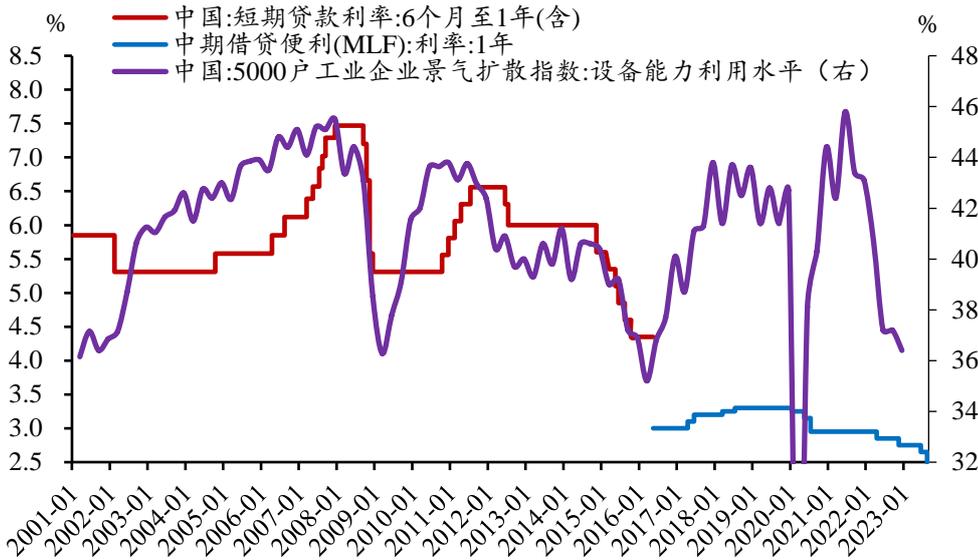
### 三、降息之后，可能还有降准、降息

我们认为本轮降息周期还未结束。央行在今年 6 月降息时，我们提出中国央行新一轮降息周期可能已开启，本次降息落地，验证了我们此前的研判（详见报告《中国降息可能引领全球降息周期》）。对于未来，我们维持本轮降息周期还未结束的观点。

**第一，历史上产能周期下行期，央行都会开启降息周期。**参考 5000 户工业企业设备能力利用水平指标，2002 年 2 月，产能周期位于底部，央行下调贷款基准利率 54BP。2008 年 9 月-2008 年 12 月，产能周期快速下行，央行下调贷款基准利率 5 次，第 1、2、3、5 次各 27BP，第 4 次为 108BP，累计下降 216BP。2014 年 11 月-2015 年 10 月，同样地，央行下调贷款基准利率 6 次，第 1 次为 40BP，第 2-6 次各 25BP，累计下降 165BP。2020 年 2 月-2020 年 4 月，新冠疫情冲击下产能周期向下，央行 2 次下调 1 年期 MLF 利率共 30bp。2021 年下半年以来，产能周期再度进入下行期，期间央行 2 次下调 1 年期 MLF 利率共 20bp。今年以来工业产能利用率进一步下降，二季

度末录得 74.5%，我们判断产能周期可能在明年初前后触底，对应本轮央行降息周期尚未结束。

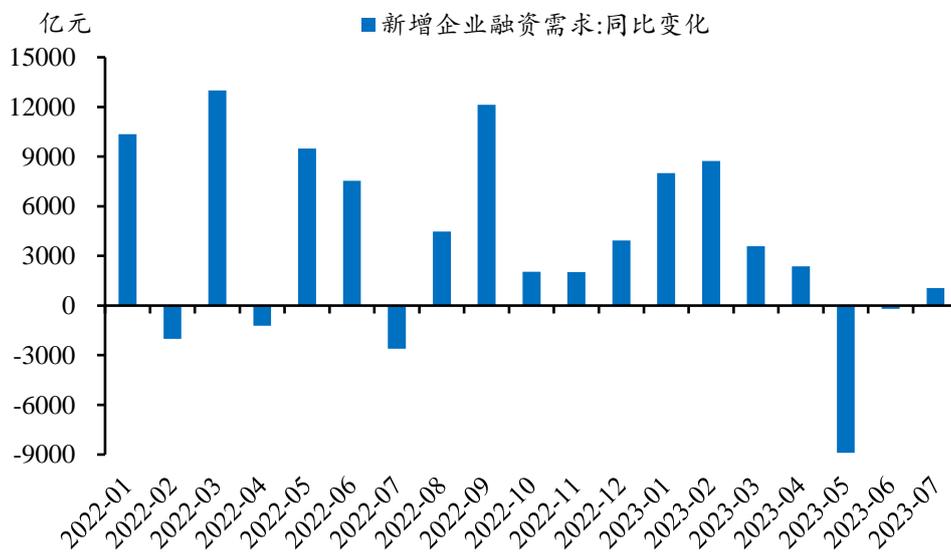
图 9：历史上产能下行周期，央行都会开启降息周期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**第二，未来居民和企业部门均存在信用扩张的压力。**居民部门信用扩张的一大阻力可能来自于存量房贷置换。企业部门信用扩张的阻力可能来自于企业中长贷增速的阶段性回落。参考我们构建的企业融资需求指标，7月新增企业融资需求 1833 亿元，同比多增 1049 亿元，增幅已较前期明显收窄，结构上也主要是依赖票据融资和表外融资的贡献。考虑到 7 月社融存量增速降至 8.9%（有数据统计以来最低值），各项贷款余额增速降至 11.1%（历史低位水平），央行降息有助于对冲实体部门信用收缩的压力（上述逻辑详见报告《7 月信贷社融大幅缩量的背后》）。

图 10：企业融资需求或已阶段性见顶



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**第三，美联储加息已接近尾声。**海外主要经济体央行正处在加息周期的末期，我们判断美联储加息周期可能已经结束，7 月会议可能是最后一次加息（详见报告《美联储加息已接近尾声》）。在这一时间窗口内，中国央行降息可能依然会引发人民币汇率和国内资产价格的波动，但压力可能相对可控。人民币汇率的走势从长期看取决于经济的基本面，央行降息有望引领宏观政策加码、推动国内经济均衡复苏，长期来看有助于保持人民币汇率的稳定。

**图 11: CME FedWatch 加息路径预期 (截至 8 月 15 日)**

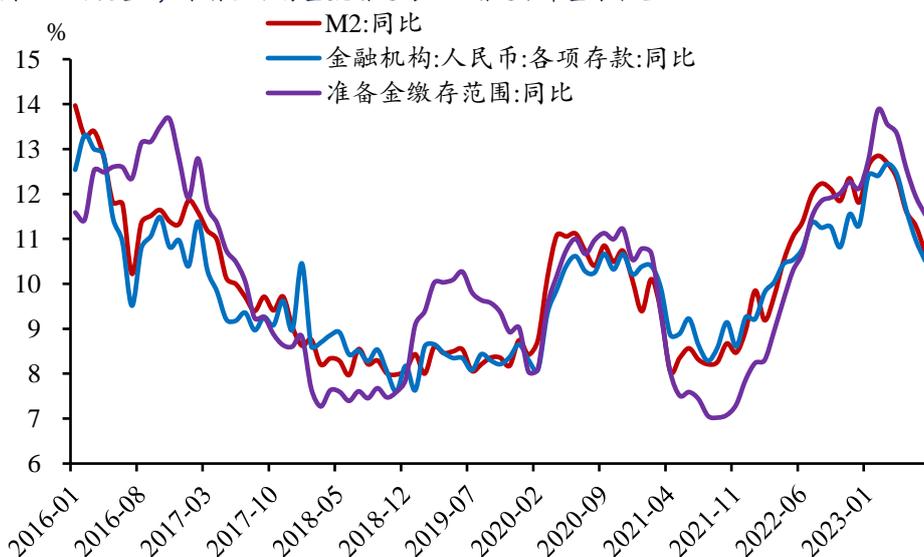
MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	88.5%	11.5%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	60.0%	36.3%	3.7%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.1%	56.8%	31.9%	3.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	20.1%	50.6%	24.8%	2.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	8.9%	31.7%	40.8%	16.3%	1.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.8%	25.8%	38.4%	22.7%	5.4%	0.4%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	14.0%	30.6%	32.5%	16.1%	3.5%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	2.1%	10.8%	25.8%	31.9%	20.8%	7.1%	1.2%	0.1%
2024/9/25	0.0%	0.1%	1.7%	8.7%	22.2%	30.5%	23.5%	10.4%	2.6%	0.3%	0.0%
2024/11/6	0.1%	1.1%	6.1%	17.3%	27.4%	26.1%	15.2%	5.5%	1.2%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.7%	4.4%	13.4%	23.9%	26.5%	18.9%	8.8%	2.6%	0.5%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 信达证券研发中心

除了降息之外, 我们预计央行还会有降准操作, 今年内可能降准 1-2 次。

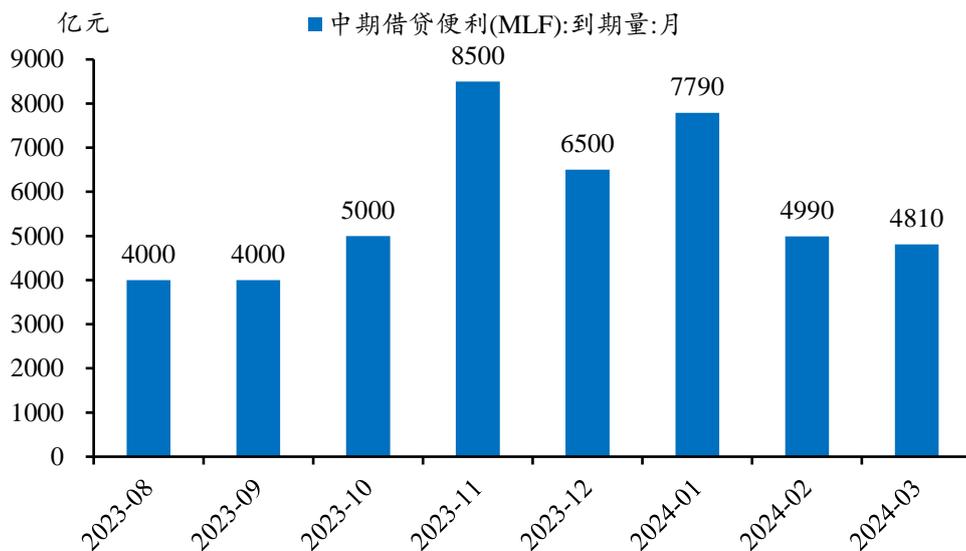
首先, 今年的准备金缺口仍剩余 1.3 万亿元左右。准备金缴存基数每年都在增长, 2022 年底这一基数约为 228 万亿元。历史上, 准备金缴存基数增速与 M2 增速水平基本相当。基于此, 我们可以通过预测全年 M2 增速的方式来大致推算准备金基数的增幅。测算结果显示, 今年末准备金基数或达到 252 万亿左右, 较上年增长约 24 万亿, 银行因缴准而面临的流动性缺口约为 1.8 万亿元 (去年末加权存款准备金率为 7.8%)。考虑到今年 3 月央行降准 0.25 个百分点, 释放长期资金约 5300 亿元, 今年的准备金缺口仍剩余 1.3 万亿元左右。据此, 我们预计在基准情形下, 央行今年内可能再降准 2 次 (一次 0.25 个百分点, 释放长期资金约 5000-5500 亿元), 来对冲这一缺口。或是通过创设增量结构性货币政策工具、扩大公开市场操作净投放等方式来投放基础货币。

其次, 年内有多项因素可能造成银行间流动性收紧。包括金融进一步支持实体经济、政府债提速发行、潜在的增发特殊再融资债、四季度 MLF 将迎来集中到期等。数据显示, 今年四季度 MLF 到期规模高达 2 万亿, 明年一季度到期规模高达 1.8 万亿。据此, 我们判断下一次降准在今年三季度末之前落地的可能性较大。

**图 12: 历史上, 准备金缴存基数增速与 M2 增速水平基本相当**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 今年四季度 MLF 到期规模高达 2 万亿



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 风险因素

国内政策力度不及预期, 美联储超预期紧缩, 地缘政治风险等。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

张云杰，信达证券宏观分析师。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究金融流动性，中美货币政策，物价分析等。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。