

2023年8月降息点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）

majieying@gjzq.com.cn

年内的二度降息，有何不同？

事件：

8月15日，央行投放7天逆回购2040亿元、到期60亿元，利率下调10BP至1.8%；1年期MLF投放4010亿元、到期4000亿元，利率下调15BP至2.5%。

降息幅度超预期，与实体需求偏弱、提振信心等有关

年内第二次降息、幅度超预期。8月15日，7天逆回购、1年期LPR利率均下调，均为年内第二次降息；近5年中，2019年降息一次，2020年7天逆回购、1年期LPR分别下调两次，2022年降息两次。其中，7天逆回购利率下调10BP，1年期MLF利率超预期下调15BP、降幅仅次于2020年4月。

货币政策再度释放宽松信号，与实体需求偏弱、提振市场信心等有关。从数量上看，逆回购的超额投放，或与平抑税期资金波动、配合政府债券发行等有关。从价格上说，降息提振信心的同时，助力稳增长加力。当前经济需求不足的问题仍较为突出、内生动能有待进一步增强，7月货币金融数据、经济数据中已有所显现，需要政策进一步呵护，此前7月政治局会议也已释放一定信号、“发挥总量与结构性货币政策工具作用”等。

往后来看，降息或带动融资成本进一步回落、不排除降准的可能

经验显示，MLF利率调整或带动LPR回落、关注5年期非对称下调的可能，或与地产、存量债务等领域释放“宽松”信号等有关。回溯历史，1年期MLF利率变动多会带动1年期LPR同幅度变动，但5年期LPR变动呈现非对称性，例如，2022年8月，1年期MLF下调10BP、5年期LPR下调15BP，释放“稳地产”积极信号的同时，或与缓解企业、城投平台等存量债务压力等有关。

融资成本回落带动净息差收窄，存款利率市场化调整或仍有空间，不排除降准的可能。去年以来，LPR调整带动一般贷款利率持续回落至4.53%；净息差收窄下，商业银行负债端承压，于2022年4月、2022年9月、2023年5月前后通过市场化手段下调存款利率。降成本除下调存款利率外，降准提供“更便宜”的资金、也或起到一定作用；呵护民企融资下，也需相对平稳宽松的流动性环境，例如，2018年央行实施4次定向降准等增强民企、小微信贷供给能力。

稳增长货币先行，加快实体需求释放“箭在弦上”、关注一揽子政策落地等

稳增长货币先行，但只是降息不够，如何激发实体需求修复或更为关键。稳增长，只有“水”不够，还需要“面”，财政等主动释放需求政策或还需加力，前7月政府债券发行节奏偏慢，地方债进度6成左右、国债仅两成；作为预算内的重要补充，准财政工具、政策性金融工具等或可加码，进一步打通项目资本金“堵点”等。此外，稳地产、稳外资、促消费等一揽子稳增长政策正在加速落地中。

与财政端配合，PSL、再贷款等结构性货币政策工具或进一步定向支持相关融资。此前政策性金融工具加码投放时，PSL一度明显放量，例如，2022年11月单月新增超3600亿元、处近年新高。与此同时，当前资金滞留金融体系的现象较为明显，近期政策也释放信号“防止资金空转和套利”，或加强结构性支持引导资金流向实体。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、年内的二度降息，有何不同？.....	3
风险提示.....	7

图表目录

图表 1：年内第二次降息、幅度超预期.....	3
图表 2：近期，政策要求加快专项债发行节奏.....	3
图表 3：政府债券集中发行阶段，央行逆回购往往加码.....	3
图表 4：7 月，票据“冲量”有所显现.....	4
图表 5：7 月经济基本面数据表现也相对较弱.....	4
图表 6：MLF 利率引导 LPR 回落.....	4
图表 7：5 年期 LPR 多呈现非对称下调的现象.....	4
图表 8：贷款利率回落下银行净息差持续收窄.....	5
图表 9：存款利率下调缓解负债端压力.....	5
图表 10：民企融资修复需要流动性环境呵护.....	5
图表 11：2018 年间，定向降准助力民企小微融资.....	5
图表 12：前 7 月地方新券发行占新增额度 6 成左右.....	6
图表 13：前 7 月国债净融资占全年新增额度比重近 2 成.....	6
图表 14：2022 年投放 7399 亿元金融工具做资本金.....	6
图表 15：政策性金融工具 VS 专项建设债券.....	6
图表 16：2022 年四季度，PSL 一度明显放量.....	7
图表 17：截至年中，部分结构性工具使用进度情况.....	7

1、年内的二度降息，有何不同？

年内第二次降息、幅度超预期。8月15日，7天逆回购、1年期LPR利率均下调，均为年内第二次降息；近5年中，2019年降息一次，2020年7天逆回购、1年期LPR分别下调两次，2022年降息两次。其中，7天逆回购利率下调10BP，1年期MLF利率超预期下调15BP、降幅仅次于2020年4月。

图表 1：年内第二次降息、幅度超预期

	时点		幅度	
	7天逆回购	1年期MLF	7天逆回购	1年期MLF
2019	2019-11-18	2019-11-05	-5	-5
2020	2020-02-03	2020-02-17	-10	-10
	2020-03-30	2020-04-15	-20	-20
2022	2022-01-17	2022-01-17	-10	-10
	2022-08-15	2022-08-15	-10	-10
2023	2023-06-13	2023-06-15	-10	-10
	2023-08-15	2023-08-15	-10	-15

来源：Wind、国金证券研究所

货币政策再度释放宽松信号，与实体需求偏弱、提振市场信心等有关。从数量上看，逆回购的超额投放，或与平抑税期资金波动、配合政府债券发行等有关。从价格上说，降息提振信心的同时，助力稳增长加力。当前经济需求不足的问题仍较为突出、内生动能有待进一步增强，7月货币金融数据、经济数据中已有所显现，需要政策进一步呵护，此前7月政治局会议也已释放一定信号、“发挥总量与结构性货币政策工具作用”等（详情参见《地方债来袭，流动性拐点“信号”？》）。

图表 2：近期，政策要求加快专项债发行节奏

时间	主要内容
2022年5月	确保新增专项债在6月底前发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。
.....	
2023年7月	要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。
2023年8月	2023年新增专项债需于9月底前发行完毕，原则上在10月底前使用完毕。

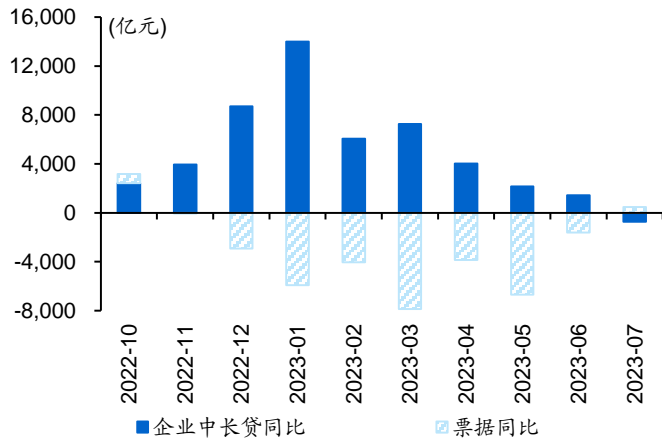
来源 Wind、政府网站、21 世纪经济报道、国金证券研究所

图表 3：政府债券集中发行阶段，央行逆回购往往加码

年份	日期	央行操作	备注
2017	7月17日	7天逆回购13000亿元，14天逆回购4000亿元	央行降准，政府债券发行缴款，金融机构缴纳法定存款准备金和央行逆回购到期等
	7月18日	7天逆回购13000亿元，14天逆回购7000亿元	央行降准，政府债券发行缴款和央行逆回购，MLF到期等
	7月24日	7天逆回购20000亿元，14天逆回购15000亿元	央行降准，政府债券发行缴款和央行逆回购，MLF到期等
	8月14日	7天逆回购6000亿元，14天逆回购3000亿元，28天逆回购1000亿元	央行降准，政府债券发行缴款等
	8月18日	7天逆回购28000亿元，28天逆回购2000亿元	央行降准，政府债券发行缴款等
	8月19日	7天逆回购13000亿元，28天逆回购2000亿元	央行降准，政府债券发行缴款等
	8月25日	14天逆回购16000亿元，28天逆回购4000亿元	央行降准，政府债券发行缴款等
	10月19日	7天逆回购8000亿元，14天逆回购6000亿元	央行降准，政府债券发行缴款和央行逆回购等
	10月25日	7天逆回购11000亿元，14天逆回购9000亿元	央行降准，政府债券发行缴款和央行逆回购到期等
	10月24日	7天逆回购13000亿元，14天逆回购12000亿元	央行降准，政府债券发行缴款和央行逆回购到期等
	11月14日	7天逆回购13000亿元，14天逆回购12000亿元，63天逆回购3000亿元	央行降准，政府债券发行缴款和央行逆回购到期等
	11月15日	7天逆回购16000亿元，14天逆回购14000亿元，63天逆回购3000亿元	央行降准，政府债券发行缴款，金融机构缴纳法定存款准备金和央行逆回购到期等
11月16日	7天逆回购16000亿元，14天逆回购14000亿元，63天逆回购3000亿元	央行降准，政府债券发行缴款，央行MLF和逆回购到期等	
12月18日	7天逆回购12000亿元，14天逆回购11000亿元，28天逆回购7000亿元	央行降准，政府债券发行缴款，央行MLF和逆回购到期等	
2021	5月27日	7天逆回购12000亿元	央行降准，政府债券发行等
	5月28日	7天逆回购24000亿元	央行降准，政府债券发行，企业所得税汇算清缴等
	5月29日	7天逆回购30000亿元	央行降准，政府债券发行，企业所得税汇算清缴等
	6月4日	7天逆回购7000亿元	央行降准，政府债券发行缴款和央行逆回购等
	6月11日	7天逆回购8000亿元	央行降准，政府债券发行缴款等
	6月12日	7天逆回购15000亿元	央行降准，政府债券发行缴款等
	6月14日	7天逆回购15000亿元	央行降准，政府债券发行缴款等
	6月21日	7天逆回购10000亿元，14天逆回购4000亿元	央行降准，政府债券发行缴款等
	10月20日	7天逆回购10000亿元	央行降准，政府债券发行缴款等
	10月21日	7天逆回购10000亿元	央行降准，政府债券发行缴款等
2022	10月22日	7天逆回购10000亿元	央行降准，政府债券发行缴款等
	10月25日	7天逆回购23000亿元	央行降准，政府债券发行缴款等
	10月27日	7天逆回购20000亿元	央行降准，政府债券发行缴款等
	10月28日	7天逆回购28000亿元	央行降准，政府债券发行缴款等
2023	1月14日	7天逆回购13000亿元，14天逆回购44700亿元	央行降准，政府债券发行缴款，理财新规等
	1月19日	7天逆回购6500亿元，14天逆回购46700亿元	央行降准，政府债券发行缴款，理财新规等

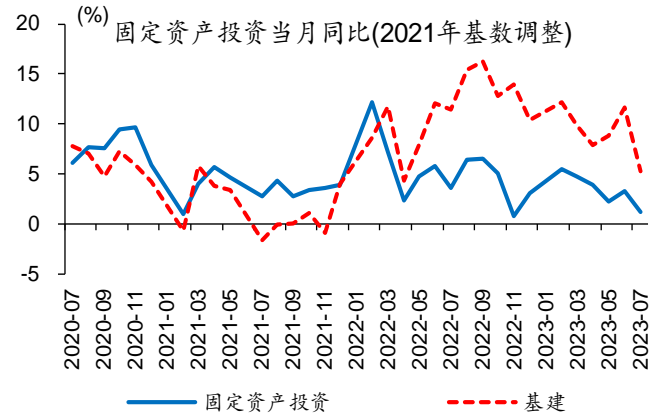
来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：7 月，票据“冲量”有所显现



来源：Wind、国金证券研究所

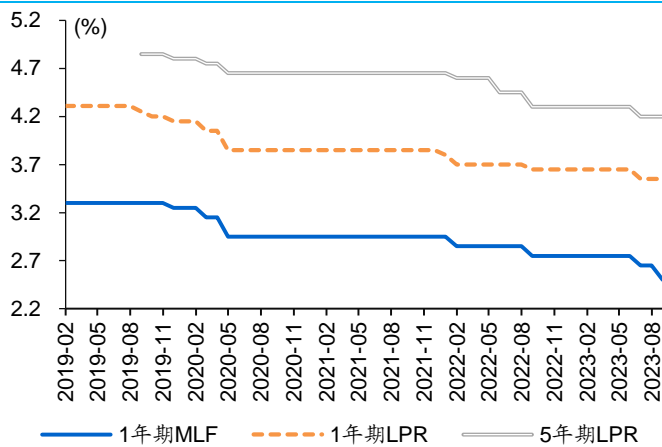
图表 5：7 月经济基本面数据表现也相对较弱



来源：Wind、国金证券研究所

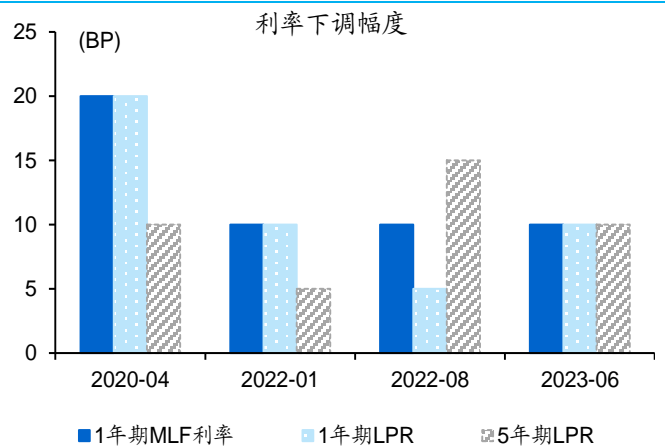
经验显示，MLF 利率调整或带动 LPR 回落、关注 5 年期非对称下调的可能，或与地产、存量债务等领域释放“宽松”信号等有关。回溯历史，1 年期 MLF 利率变动多会带动 1 年期 LPR 同幅度变动，但 5 年期 LPR 变动呈现非对称性，例如，2022 年 8 月，1 年期 MLF 下调 10BP、5 年期 LPR 下调 15BP，释放“稳地产”积极信号的同时，或与缓解企业、城投平台等存量债务压力等有关。

图表 6：MLF 利率引导 LPR 回落



来源：Wind、国金证券研究所

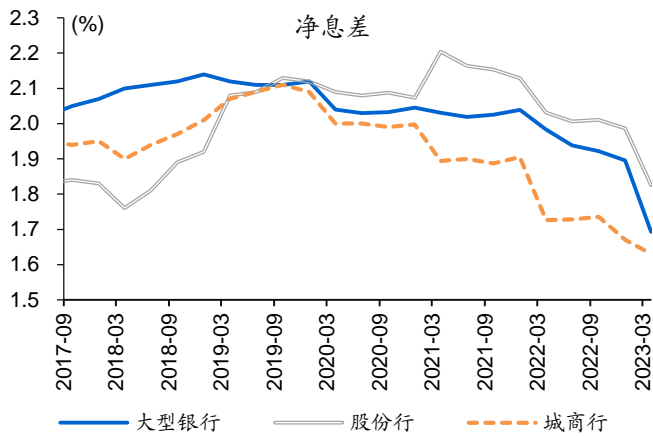
图表 7：5 年期 LPR 多呈现非对称下调的现象



来源：Wind、国金证券研究所

融资成本回落带动净息差收窄，存款利率市场化调整或仍有空间，不排除降准的可能。去年以来，LPR 调整带动一般贷款利率持续回落至 4.53%；净息差收窄下，商业银行负债端承压，于 2022 年 4 月、2022 年 9 月、2023 年 5 月前后通过市场化手段下调存款利率。降成本除下调存款利率外，降准提供“更便宜”的资金、也或起到一定作用；呵护民企融资下，也需相对平稳宽松的流动性环境，例如，2018 年央行实施 4 次定向降准等增强民企、小微信贷供给能力。

图表 8：贷款利率回落下银行净息差持续收窄



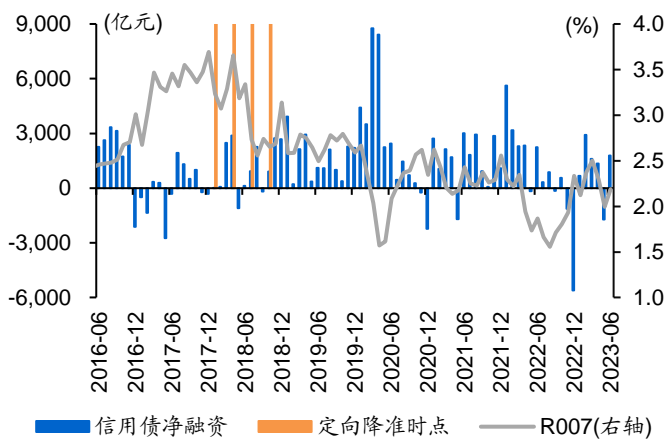
来源：Wind、国金证券研究所

图表 9：存款利率下调缓解负债端压力

时间	主要调整内容
2022年4月	市场利率定价自律机制召开会议，鼓励中小银行存款利率浮动上限下调约10BP，并与MPA考核挂钩。
2022年9月	国有大行及股份行存款利率将相应下调。其中，活期存款利率下调5BP、3年期存款利率下调15BP、其它期限存款利率均下调10BP。
2023年4月	中小银行跟进去年9月国有大行补降存款利率，调整幅度在5到30BP之间。
2023年6月	包括工商银行、农业银行、建设银行、中国银行在内的多家国有银行再度下调存款挂牌利率。其中，活期存款利率下调5个基点，2年期定期存款利率下调10个基点，3年期定期存款利率、5年期定期存款利率下调15个基点。

来源：Wind、第一财经、国金证券研究所

图表 10：民企融资修复需要流动性环境呵护



来源：Wind、国金证券研究所

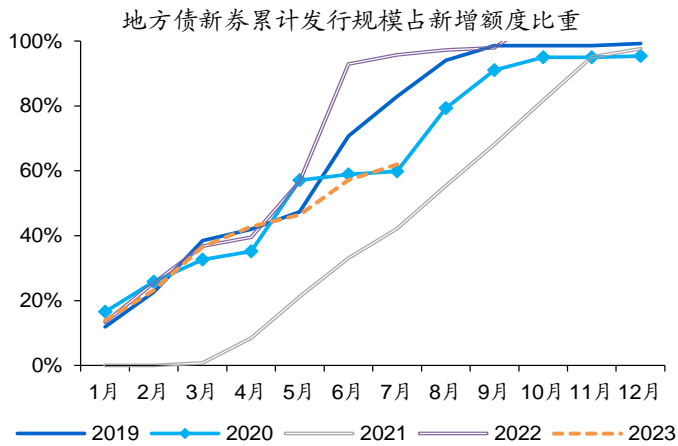
图表 11：2018 年间，定向降准助力民企小微融资

宣布时间	实施时间	国常会相关表态	主要内容	释放资金
2017/9/30	2018/1/25	2017年9月27日，国常会会议上指出“采取降税、定向降准等手段，激励金融机构进一步加大对小微企业的支持”	凡前一年上述贷款余额或增量占比达到1.5%的商业银行，存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调0.5个百分点；前一年上述贷款余额或增量占比达到10%的商业银行，存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调1个百分点	4500亿元
2018/4/17	2018/4/25	/	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点	4000亿元
2018/6/24	2018/7/5	2018年6月20日国常会上指出“运用定向降准等货币政策工具，增强小微信贷供给能力”	下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点	7000亿元
2018/10/7	2018/10/15	/	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点	7500亿元

来源：Wind、中国人民银行、国金证券研究所

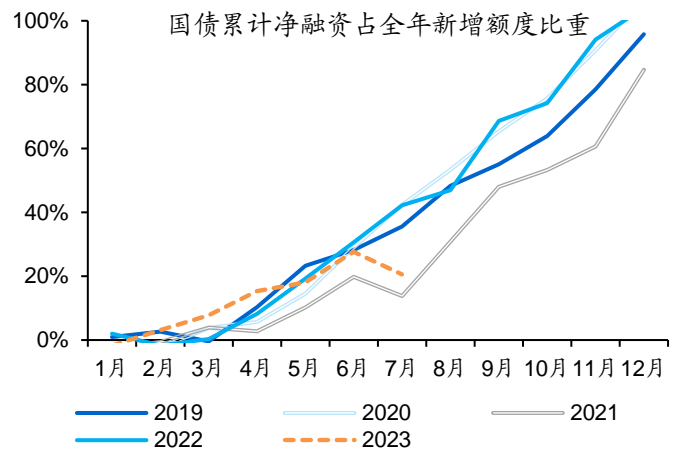
稳增长货币先行，但只是降息不够，如何激发实体需求修复或更为关键。稳增长，只有“水”不够，还需要“面”，财政等主动释放需求政策或还需加力，前7月政府债券发行节奏偏慢，地方债进度6成左右、国债仅两成；作为预算内的重要补充，准财政工具、政策性金融工具等或可加码，进一步打通项目资本金“堵点”等。此外，稳地产、稳外资、促消费等一揽子稳增长政策正在加速落地中（详情参见《地方债来袭，流动性拐点“信号”？》、《降息落地，货币还有哪些期待？》）。

图表 12: 前 7 月地方新券发行占新增额度 6 成左右



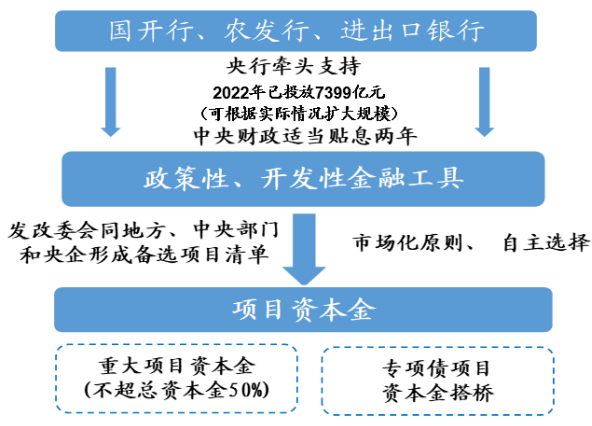
来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 前 7 月国债净融资占全年新增额度比重近 2 成



来源: Wind、中国人民银行、国金证券研究所

图表 14: 2022 年投放 7399 亿元金融工具做资本金



来源: Wind、国金证券研究所

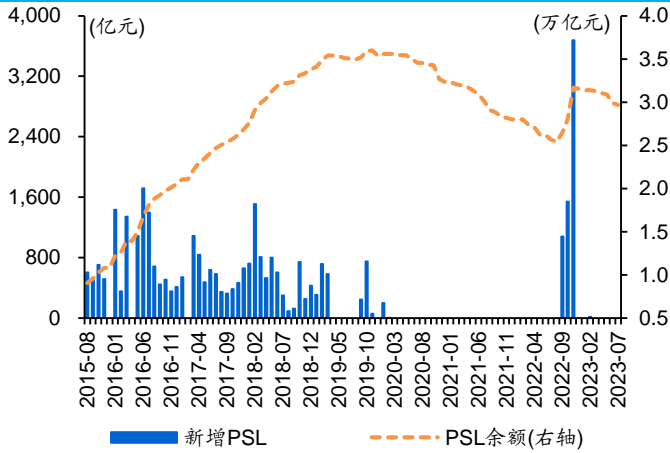
图表 15: 政策性金融工具 VS 专项建设债券

分类	2015-2017 年专项建设债券	2022 年政策性金融工具
发放金额	超 2 万亿元	6000 亿
发行期限	8-20 年	/
发行利率	2015 年发行之处财政按照 90% 比例贴息; 2016 年 9 月, 针对不同项目类型, 执行最低 0%、最高 90%, 其他档次分别是 70% 和 50% 的分档贴息政策	中央财政按实际股权投资额予以适当贴息, 贴息期限 2 年
发行用途	支持国家重大项目建设	补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金, 或为专项债项目资本金搭桥
支持领域	① 民生工程: 棚户区改造等; ② 基础设施: 重大水利工程、轨道交通等; ③ 产业转型: 增强制造业竞争力等转型升级项目等	① 基础设施: 交通水利能源、信息科技物流、地下管廊、高标准农田、国家安全基础设施等; ② 重大科技创新: 前沿新兴领域; 稳链补链领域; ③ 专项债投资项目: 基建相关、社会事业、保障性安居工程; 生态环保; 能源、城乡冷链物流
注资限制	不超过项目总投资的 20%	不超过资本金的 50%
运作方式	国开行和农发行向邮储银行定向发行, 并将债券收入以股本方式投入发展基金; 合格企业向政府递延基金支持申请, 发改委审核并入库重大项目; 国开和农发基金采用股权方式向项目注资	人民银行牵头支持开发银行、农发行发行金融债券等筹资; 发改委会同各个地方, 中央有关部门和中央企业形成足够多的备选项目清单; 开发银行、农发行通过金融工具按照市场化原则自主选择投资

来源: 中国人民银行、Wind、财政部、国金证券研究所

与财政端配合, PSL、再贷款等结构性货币政策工具或进一步定向支持相关融资。此前政策性金融工具加码投放时, PSL 一度明显放量, 例如, 2022 年 11 月单月新增超 3600 亿元、处近年新高。与此同时, 当前资金滞留金融体系的现象较为明显, 近期政策也释放信号“防止资金空转和套利”, 或加强结构性支持引导资金流向实体。

图表 16: 2022 年四季度, PSL 一度明显放量



来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 截至年中, 部分结构性工具使用进度情况

工具名称	存续状态	支持领域	利率(年期)/ 展期比例	额度 (亿元)	余额 (亿元)	
长期 结构性 工具	支农再贷款	存续	涉农领域	2%	8000	5658
	支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	2%	17600	14231
	再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	2%(6个月)	7400	5950
	普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	1%(展期)	800	398
阶段 性工具	抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管网、重点水利工程等	2.40%	/	29896
	碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减排、碳减排技术	1.75%	8000	4530
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	存续	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	1.75%	3000	2459
	科技创新再贷款	到期	科技创新企业	1.75%	4000	3200
	普惠养老专项再贷款	存续	浙江、江苏、河南、河北、江西试点、普惠养老项目	1.75%	400	13
	交通物流专项再贷款	到期	道路货物运输经营者和中小微物流(全快递)、仓储企业	1.75%	1000	434
	设备更新改造专项再贷款	到期	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	1.75%	2000	1694
	普惠小微贷款减息支持工具	到期	普惠小微企业	1%(展期)	/	269
	收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	0.5%(展期)	/	0
	民营企业融资支持工具(II)	存续	民营企业	1.75%	500	0
	保交楼贷款支持计划	存续	保交楼项目	0%	2000	5
	房企纾困专项再贷款	存续	房企项目并购	1.75%	800	0
	租赁住房贷款支持计划	存续	试点城市收购存量住房	1.75%	1000	0

来源: 中国人民银行、国金证券研究所

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402