

# 宏观报告

证券研究报告

2023 年 08 月 16 日

## 如何理解政策利率的非对称降息？

经济、金融数据同时走弱是降息的直接原因，而潜在增长中枢下移、防范化解债务风险是降息的根本原因。

MLF 与逆回购非对称降息体现央行宽信用诉求，货币政策的重点可能还是会落在疏通政策传导机制上，出现类似去年资金利率大幅、持续低于政策利率的概率不高。

房地产政策目前已经处在放松通道之中，考虑到 5 年期 LPR 会影响到按揭贷款利率，因此我们预计本月的 LPR 有望进行非对称下调，5 年期 LPR 下调幅度或超过 MLF 利率 15bp 的下调幅度

**风险提示：**LPR 调整幅度或不及预期；海外经济波动或影响宽信用效果。

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**张伟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522080003  
zhangweib@tfzq.com

### 相关报告

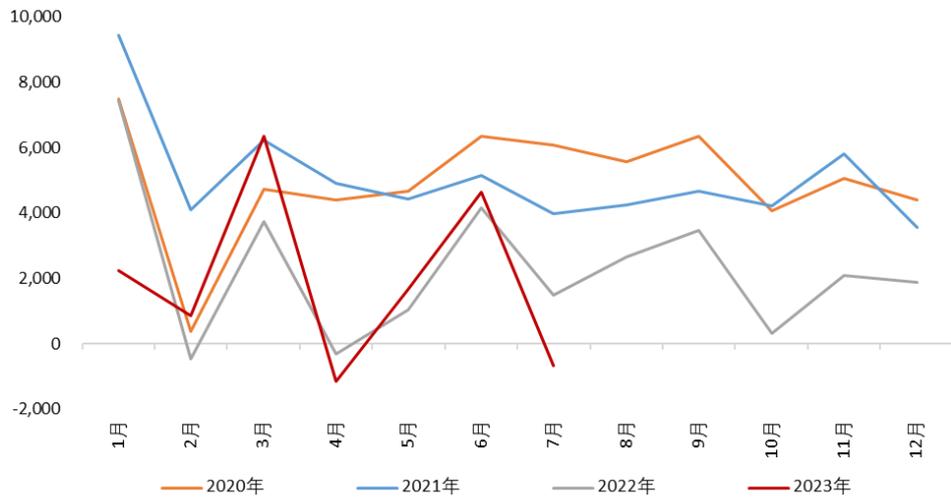
- 1 《宏观报告：宏观报告-从 724 政治局会议至今有哪些地产政策出台？》  
2023-08-15
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23 年 8 月第 2 周》  
2023-08-13
- 3 《宏观报告：宏观-金融数据与经济数据的背离？》 2023-08-12

8月15日，央行开展4010亿元1年期MLF和2040亿元7天逆回购操作，中标利率分别为2.5%、1.8%，较前值下调15、10bp。

### 经济、金融数据同时走弱是降息的直接原因：

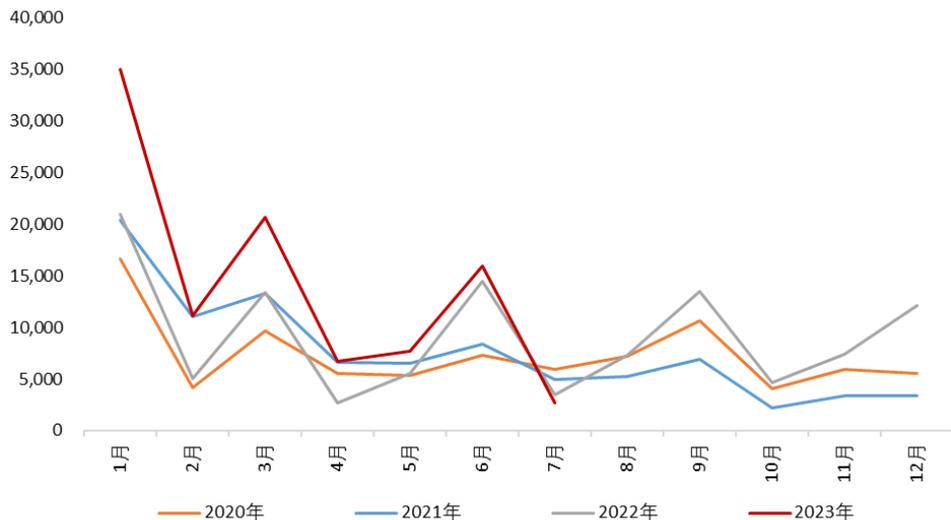
7月，信贷、社融大幅走弱，新增人民币贷款仅3459亿元，同比少增3331亿元，新增社融5282亿元，同比少增2503亿元。在总量下降的同时，结构也在走弱，7月居民中长贷再度负增长，企业中长贷也结束了此前连续11个月的同比多增。我们认为，信用扩张的疲弱是促使央行降息的直接原因之一。

图1：2023年7月，居民中长贷负增长672亿元（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图2：2023年7月，企业中长贷同比少增747亿元（单位：亿元）

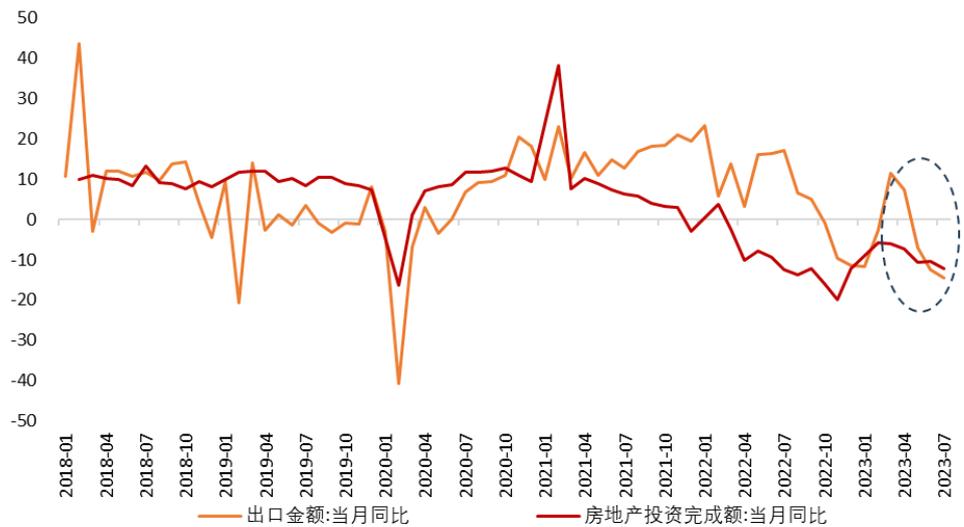


资料来源：Wind，天风证券研究所

在金融数据走弱的同时，经济数据也在走弱。7月，工业增加值当月同比增速录得3.7%，低于市场普遍预期0.9个百分点；固定资产投资累计同比增速录得3.4%，低于市场普遍预期0.5个百分点；社零当月同比增速更是大幅低于市场预期2.8个百分点。尤其是地产和出口还在继续走弱——7月地产投资当月同比降幅继续扩大了1.8个百分点，出口金额（美元计价）同比降幅扩大2.1个百分点。驱动经济增长的两大引擎同时走弱，意味着随之而来的就业压力或将有所加大（7月城镇调查失业率上升0.1个百分点），这可能是本

次降息另一个直接原因。

图 3：2023 年 7 月，房地产投资、出口金额同比降幅分别扩大 1.8、2.1 个百分点（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2023 年 7 月，城镇调查失业率录得 5.3%，回升 0.1 个百分点（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**潜在增长中枢下移、防范化解债务风险是降息的根本原因：**

跳出短期的数据变化，从影响经济的趋势性因素来看，我们认为降息本身并不意外，超预期的是降息的时点和幅度。

**第一，地产需求下行的过程中，需要实际利率逐渐下降。**人口下降、城镇化放缓，地产潜在需求处在长期“L”形回落的通道中（详见报告《地产下行的尽头：多少亿平是终点？——中国房地产市场的长期需求测算》，2022.10.22），而地产又是经济中占比较高的支柱产业（经过我们测算，广义房地产行业对 GDP 的贡献超过 17%，详见报告《房地产的支柱作用到底有多强？——房地产对经济的影响（上）》，2022.12.29），对经济潜在增速中枢的影响较大，因此引导实际利率逐渐下降本就是题中之义，否则可能会对经济产生抑制作用。

**第二，化解债务风险的过程中，需要降息进行配合。**724 政治局会议提出“重点领域风险隐患较多”是当前经济运行面临的新困难挑战之一<sup>1</sup>，其中的重点领域分别是房地产、地

<sup>1</sup> <https://www.12371.cn/2023/07/24/ART11690190442950175.shtml>

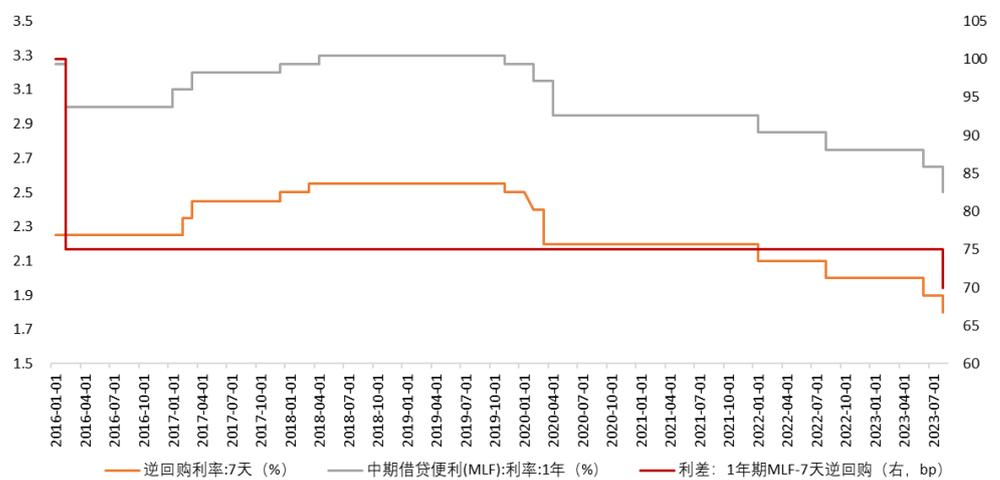
方债务和中小金融机构。稳妥化解风险的前提是保持宽松的货币环境，尤其是对于化解地方债务风险而言，我们认为可行的“一揽子化债方案”可能主要还是对存量债务进行展期、降息，这就意味着银行净息差压力可能会有所加大，因此需要降息的方式为银行负债端降成本来进行配合。

### MLF 与逆回购非对称降息体现央行宽信用诉求。

从 2016 年 2 月到本次降息之前，1 年期 MLF 利率与 7 天逆回购利率一直维持 75bp 的利差，二者基本保持同幅度调整。

由于逆回购利率主要影响资金利率，MLF 利率会通过 LPR 影响贷款利率，因此本次 MLF 利率相较逆回购利率多下调 5bp，我们认为主要还是体现了央行宽信用的诉求。在 8 月 4 日的新闻发布会上，央行货政司邹澜司长强调“防止资金套利和空转，提升政策传导效率”<sup>2</sup>，说明央行认为当前银行间流动性其实并不紧张，关键还是要加强宽货币向宽信用的传导，货币政策的重点可能还是会落在疏通政策传导机制上，出现类似去年资金利率大幅、持续低于政策利率的概率不高。

图 5：2016 年 2 月到本次降息之前，1 年期 MLF 利率与 7 天逆回购利率一直维持 75bp 的利差



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 本月 LPR 或将非对称下调。

从本次政策利率非对称降息来看，央行宽信用诉求较大，结合 724 政治局会议提出的“适时调整优化房地产政策”<sup>3</sup>、央行 8 月 1 日表态“继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行”<sup>4</sup>，我们认为房地产政策目前已经处在放松通道之中。考虑到 5 年期 LPR 会影响到按揭贷款利率，因此我们预计本月的 LPR 有望进行非对称下调——5 年期 LPR 下调幅度或超过 MLF 利率 15bp 的下调幅度，1 年期 LPR 下调幅度或少于 15bp，从而在支持房地产的同时稳定银行的息差水平。

<sup>2</sup> <https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/wszb/dtdjjgzlfz/>

<sup>3</sup> <https://www.12371.cn/2023/07/24/ART11690190442950175.shtml>

<sup>4</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5006902/index.html>

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com