

# 周度经济观察

## ——非对称降息如何解读？

袁方(S1450520080004)<sup>1</sup>束加沛(S1450520080004)<sup>2</sup>

2023 年 08 月 22 日

### 内容提要

本轮非对称降息，一方面有助于维护银行净息差，确保银行稳健经营；另一方面，存量房贷利率的调整或许在酝酿中。

上周美国财政部债券大量发行冲击债券市场，收益率的急速抬升对纳斯达克指数形成压制，这一过程对 A 股市场也形成了传导，带来 TMT 板块的下跌。

往后看，国内市场仍然处于政策效果评估阶段，房地产、地方债化解、活跃资本市场相关政策的后续出台情况，将决定市场的走向。这或许意味着权益市场处于磨底的过程中。

风险提示：（1）地缘政治风险 （2）政策刺激超预期

<sup>1</sup>宏观团队负责人，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

<sup>2</sup>宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

## 一、净息差或难大幅走低

人民银行 8 月 21 日公布，1 年期 LPR 为 3.45%，较上月下调 10BP，5 年期以上 LPR 为 4.2%，维持不变。这一下调的背景是上周 OMO 利率下调 10BP，MLF 利率下调 15BP。

在 LPR 改革以来，MLF 利率不变而 LPR 利率下调曾经发生过多，而 MLF 利率下调后 5 年期 LPR 不变尚属首次。

这一变化如何理解？

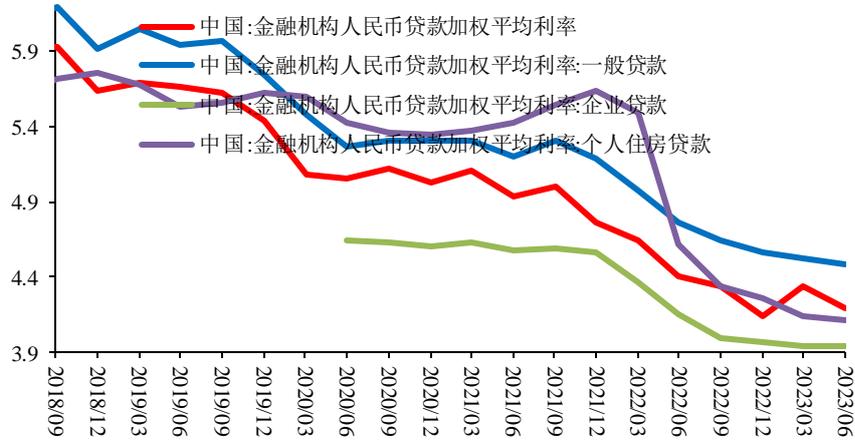
央行在二季度货币政策执行报告的专栏中指出商业银行净利润“主要用于补充核心一级资本以及向股东分红，并通过资本的杠杆作用再次作用于实体经济。”对于银行净息差的看法是“商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平，这样也有利于增强商业银行支持实体经济的可持续性”。

而全国商业银行净息差也在 2021 年四季度后开始持续回落，在今年二季度持平一季度的 1.74%，低于《合格审慎评估实施办法》中 1.8% 的警戒线。因此本次非对称降息的重要目的或许在于维护银行净息差，确保银行稳健经营。

此外，个人住房贷款利率从 21 年末的 5.6% 回落至今年二季度的 4.1%，下行幅度超过 150 个 BP，但是房地产销售至今难有起色。居民部门仍然倾向于提前还款，降低负债。因此本次 5 年 LPR 维持不变，或许在为未来存量房贷利率的调整做准备。

总体而言，本轮非对称降息，一方面有助于维护银行净息差，确保银行稳健经营；另一方面，存量房贷利率的调整或许在酝酿中。

图1：人民币加权贷款利率，%



数据来源：Wind，安信证券

8月18日央行公布了二季度货币政策执行报告。

在形势判断上，基本延续了一季度国内需求不足的判断。

在货币政策层面，删去了“总量适度，节奏平稳”，新增了“综合运用多种货币政策工具”的表述，表明央行或将进一步加大宽松力度。

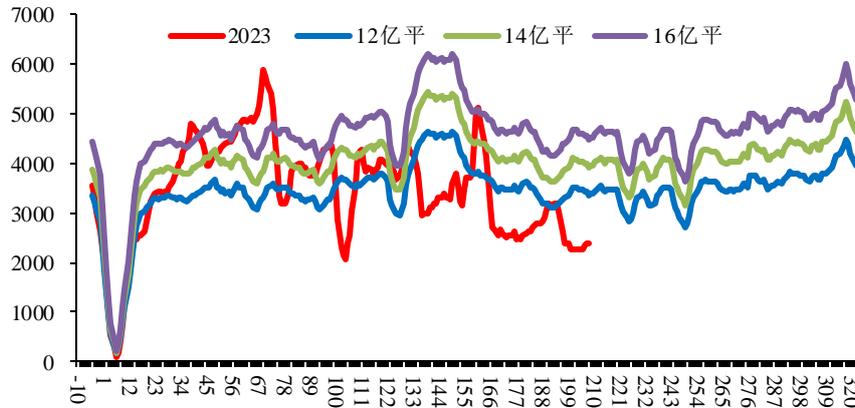
在汇率层面，本次货币政策报告显著增加了讨论汇率的篇幅，删除了“增强人民币汇率弹性”，并提出“坚决防范汇率超调风险”。

在结构性货币政策工具领域，专栏中提出“必要时创设新的工具”，可能是下一阶段货币政策主要的发力点。

高频数据来看，8月以来30大中城市商品房销售面积出现季节性回升，但仍然处于显著偏弱区间，与此同时，二手房销售延续低位，但销售情况好于新房。而人流和物流等高频数据变化不大，显示经济活动维持平稳。

值得注意的是，在高频的量价数据、PMI数据总体平稳的背景下，7月经济数据出现大幅减速，这一减速是新一轮需求大幅收缩的开始，还是源自单月数据的波动，仍然需要更多数据验证。

图2：30大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

使用 2018/2019/2021/2022 四年销售与当年销售总面积归一化计算，横轴使用农历日期对齐

## 二、债券市场利率有望中枢下行

上周以来权益市场下跌，成交缩量，日均成交低于七千亿，投资者信心不足。市场出现普遍下跌，成长和消费偏弱。

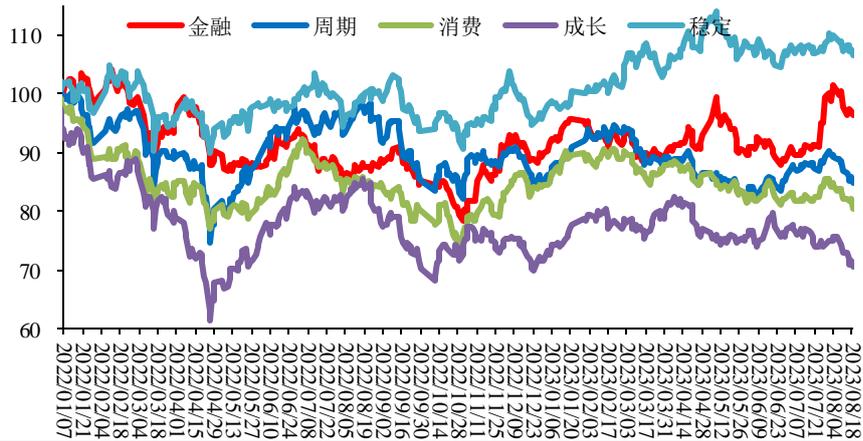
我们认为，当下市场仍然处于博弈政策阶段。政治局会议后，市场对政策预期出现大幅改善，权益市场中枢出现上移。但经历过政策憧憬后，当下进入具体政策的观察评估期，总体上政策力度或许较市场此前预期的偏低，同时 7 月经济数据显示终端需求回落。在这一背景下，市场参与者的风险偏好出现回落，这是宽基指数出现滑落的主要原因。

此外，上周美国财政部债券大量发行冲击债券市场，收益率的急速抬升对纳斯达克指数形成压制，这一过程对 A 股市场也形成了传导，带来 TMT 板块的下跌。

当然，从年初以来的海内外市场走势来看，外部市场的波动对国内的影响有限，A 股当前下跌的主要部分源于政策预期的波动。

往后看，市场仍然处于政策效果评估阶段，房地产、地方债化解、活跃资本市场相关政策的后续出台情况，将决定市场的走向。这或许意味着权益市场处于磨底的过程中。

图3：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

2020年12月31日为100

8月OMO利率调降后，10年期国债利率下行8bp，收益率曲线收窄。本周一LPR下调幅度低于预期，债券市场利率进一步下行。

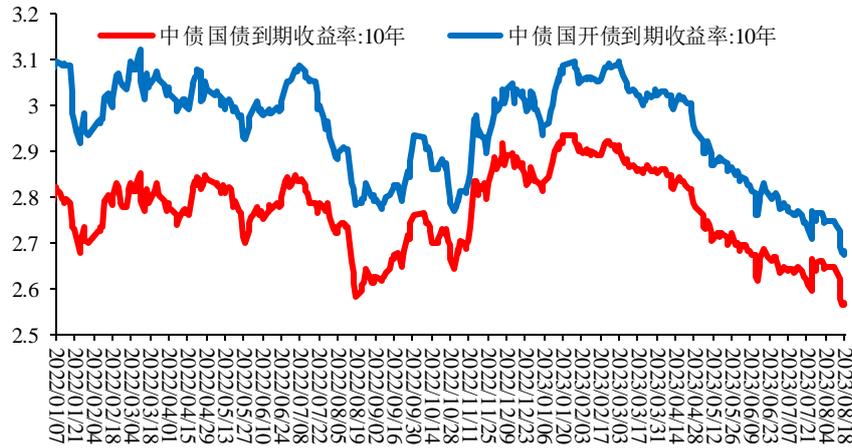
当前股票和债券市场表现出明显的跷跷板效应，市场在不断对政策细节定价，资产价格的波动放大。

目前房地产政策的细节尚不清晰，认房不认贷的区域如何划分？存量房贷利率的调整时间和力度几何？针对房地产企业的救助政策怎样？这些问题的回答将决定未来一段时间里市场风险偏好的变化以及经济运行的方向。此外，一揽子化债方案的规模、形式、范围如何，也将影响城投债定价方向以及经济预期。

不过总体而言，当前宏观经济处于新旧动力切换期，信用扩张的抓手也在转变过程中，流动性环境有望维持宽松，央行降息降准可能在今年下半年发生。在

此背景下，尽管政策的出台会对短期收益率形成扰动，但债券市场收益率中期之内有望持续下行。

图4：10年期国债和国开债收益率，%



数据来源：Wind，安信证券

### 三、债券发行推升收益率中枢

美国7月零售销售季调环比增速为0.7%，较上月回升0.4个百分点；同比增速2.5%，较上月回升0.7个百分点。零售销售的反弹主要受到加油站、服装、日用品商场等行业的支撑，这背后反映出暑期消费的影响；而家具、电子、机动车等耐用品表现偏弱。

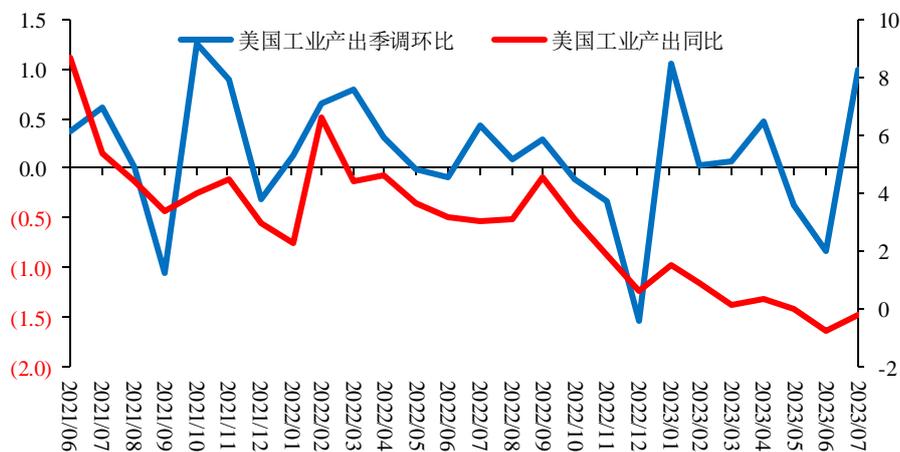
7月美国零售数据的超预期反弹，与同期失业率下行、薪资水平高位持平的指向一致，均反映出美国经济韧性犹存。美国劳动力供应短缺与消费活动恢复的正循环仍在延续。

美国消费反弹的同时，工业产出也出现回升。7月工业产出同比增速为-0.2，较6月抬升0.6个百分点，这与7月制造业PMI的回升指向一致，表明疫后美国制造业部门出现企稳的迹象。这也使得市场对美国经济的预期改善，近期亚特兰大联储GDPNow模型将美国三季度GDP环比增速从5%上调至5.8%。

在美国经济表现偏强的背景下，7月美联储会议纪要表态偏鹰。美联储工作人员调高了2025年通胀预测，大部分与会者认为通胀有上行风险，货币政策需要进一步紧缩。绝大部分与会者支持7月加息，随后的决策受数据驱动。

而市场预期层面，最新数据显示市场仍然维持9月份暂停加息的判断，美联储将维持高利率至明年，第一次降息可能发生在明年5月，这一时点比此前预期推迟了2个月。

图5：美国工业产出同比和环比增速，%



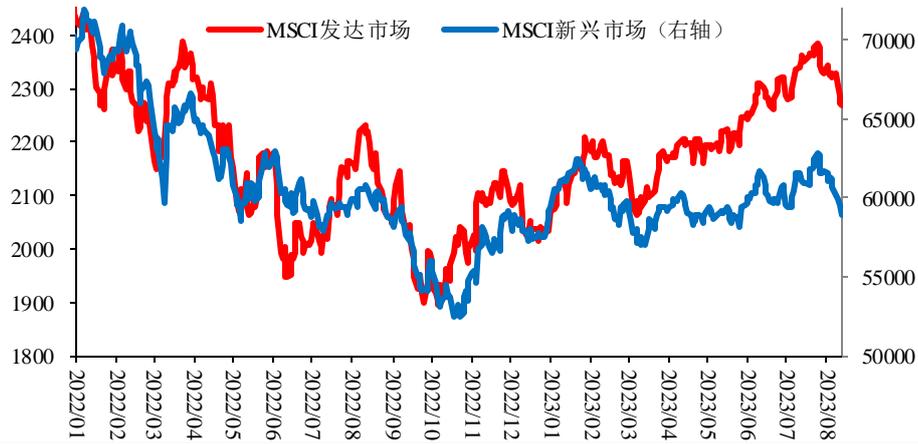
数据来源：Wind，安信证券

美国多数经济数据表现超预期，在边际上推升债券市场利率中枢。而美国财政部债券大量发行对利率市场冲击明显，TIPS的发行对美债利率的抬升形成主导影响，这一过程仍在延续。

权益市场层面，上周以来美股持续下跌，纳斯达克跌幅超过道琼斯指数，这与10年期国债收益率上行有关。市场参与者担心美股会进入中期调整的过程中，但考虑到当前美联储货币政策的紧缩已经进入尾声、AI技术革命在公司层面有具体映射，我们倾向于认为本次美国的调整更多是对前期快速上涨的修正，而非泡沫破灭。

考虑到美国实体部门资产负债表健康、市场风险偏好总体稳定，美国股票市场中期之内有望维持偏强。

图6：MSCI 发达和新兴市场指数



数据来源：Wind，安信证券

## ■ 团队成员介绍

袁方，宏观团队负责人，中央财经大学经济学学士，北京大学光华管理学院金融学硕士，曾在国家外汇管理局中央外汇业务中心工作两年。2018年7月加入安信证券研究中心。

束加沛，宏观分析师，北京大学物理学学士，前沿交叉学科研究院物理电子学博士，光华管理学院国民经济学博士后，曾在华夏幸福研究院工作两年。2020年12月加入安信证券研究中心。

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路19号安信金融大厦33楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编： 100034

证券研究报告/周度报告

第10页，共10页

2023年8月