



超预期降息的考量



2022 年 8 月 15 日，央行开展 4000 亿元 1 年期 MLF 操作（含对 8 月 16 日 6000 亿元 MLF 到期的续做）和 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率分别为 2.75%、2.0%，均下降 10 个基点。

可以说，本次央行降息超出市场预期。此前市场多从流动性会否收敛来讨论货币政策走向。特别是，上周央行发布二季度货币政策执行报告后，强化了对“不搞大水漫灌”、物价稳定、外部均衡等问题的关注，市场虽预期流动性仍将保持宽松，但对降准、降息的预期随之下降。央行在当前时点降息 10bp，我们理解主要基于以下几方面考量：

一是，降息支持实体经济的必要性提升。当天公布的 7 月经济增长数据普遍较 6 月回落，三季度以来并未展现出经济强劲复苏的面貌，折射出深层次动力不足的问题。一方面是需求收缩：房地产保交付问题待解，调整仍在进行中；出口短期虽有韧性，但考虑到欧美经济衰退的风险在加大，出口增速下行的“达摩克利斯之剑”仍悬。另一方面是预期偏弱：疫情持续时间已近三年，部分居民资产负债表趋向恶化，消费复苏阻碍重重；企业生产物流受阻、需求不足问题延续，留抵退税转化为投资扩张的意愿偏弱。

二是，7 月社融彰显的信用扩张偏弱。居民和企业信心改善有限，使得实体经济贷款需求疲弱，表内“宽信用”再受阻。今年以来，社融数据“一波三折”，信贷扩张的稳定性偏弱。在此背景下，进一步降“价”，刺激贷款需求，促进“量”的稳定，仍有必要。

三是，通胀与汇率两大约束暂有缓解，货币政策相机抉择的时间窗口打开。就内部通胀而言，上周三公布的 7 月 CPI、PPI 同比增速双双低于市场预期，央行总量型操作更关注的核心 CPI 增速也有下行。同时，因国家统计局拉氏指数的核算方法，猪肉占 CPI 的权重已自 2021 年初的 2.3% 下滑至 2022 年 7 月的 1.3%，这意味着后续“猪通胀”的压力可能不及市场的悲观预期。就外部约束而言，上周最新公布的美国 7 月物价数据低于市场预期，海外通胀出现更多见顶迹象，市场对美联储 9 月加息的预期降温，美元指数有所回落，人民币汇率稳中有升。同时，北上资金在上周四大幅流入 133 亿元，周五 A 股回调下仍逆势流入，在国内经济复苏、海外央行加息预期缓和的背景下，国际资本流动形势有望迎来边际改善。二季度货币政策执行报告强调汇率“坚持底线思维”，或意味着外部环境和国际资本流动形势缓和下，可适当加大对汇率双向波动的容忍度，发挥其内外平衡调节器的作用。

今年 4 月初以来，货币流动性不断走向宽松，本次政策利率跟随市场利率下调，释放出积极的政策信号。一方面，银行间 7 天回购利率 7 月均值仅 1.56%，8 月以来更低至 1.34%，远低于政策利率的 2.1%。另一方面，银行负债成本较快下行。上半年金融统计数据新闻发布会表示，6 月份新吸收定期存款利率为 2.5%，比上年同期低 16 个基点。同业负债成本也跟随货币市场利率较快下行，存单利率与 MLF 之间的点差扩大：“MLF-股份制银行一年期同业存单发行利率”的差值，一季度的均值为 27bp，7 月扩大至 60bp，8 月以来更扩大至 81bp。而本次 MLF 价降量缩的原因主要

在于：一方面，银行对于成本偏高的 MLF 资金需求不足；另一方面，因政策利率与市场利率的背离已较为严重，MLF 政策利率对银行负债成本的指引作用有所下滑，政策利率与市场利率的收敛存在必要性。

往后看，我们认为，货币政策支持实体经济，亟需解决“稳信用”的持续性问题。在政府债发行前置，对下半年形成“透支”的背景下，更需关注“剔除政府债后的社融存量增速”。下半年还可期待的货币政策工具包括：一是，重点领域做抓手，加大中长期贷款的投放力度。在科技创新和绿色领域，再贷款工具“抓落地”，如资金投放不及预期，可从提升再贷款资金支持比例、推广适用领域等方面优化拓展空间；在传统基建领域方面，3000 亿元政策性、开发性金融工具，政策性银行新增的 8000 亿元贷款额度相互配合，着眼于撬动配套的基建融资。二是，薄弱环节强托底，充分满足普惠小微领域、房地产领域、及疫情受损行业企业的信贷需求。可考虑进一步下调支农支小再贷款利率 10-25bp，持续推动个人住房贷款加权平均利率下行。三是，进一步“降成本”，刺激贷款需求。通过完善存款利率市场化改革机制、进一步压降存款利率，或可带动 5 年期 LPR 更大幅度下行。同时，还可适时降准 0.25-0.5 个百分点以推动 LPR 再下行。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45211

