



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《先总量撒钱、再结构优化——1月货币信贷数据点评》

《对标稳增长历史、货政宽松宜早不宜迟——2月货币信贷数据点评》

《水已经泼了、面在哪儿？——3月货币信贷数据点评》

《疫后复苏或驱动融资需求脉冲性反弹——4月份货币信贷数据点评》

《社融增速或现高点、三季度末或开始下行——6月货币信贷数据点评》

《流动性收敛不是收紧、长端利率更具想象力——7月央行公开市场操作点评》

《总量货币政策宽松或已有限——二季度货币政策执行报告点评》

《融资需求虽疲弱、货币政策或保持观望——7月份货币信贷数据点评》

央行超预期“降息”为哪般 ——8月MLF降息操作点评

投资要点:

- 2022 年 8 月 15 日，为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行开展 4000 亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对 8 月 16 日 MLF 到期的续做）和 20 亿元公开市场逆回购操作，充分满足了金融机构需求。中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降 10 个基点。8 月 16 日有 6000 亿元 MLF 到期，本次操作属于“缩量降息”。
- 我们在上周两篇点评报告中认为货币政策处于静默期，政策利率和 LPR 报价调整的概率不大，主要依据是经济有效需求不足，货币政策在过去 1 个多季度的时间里已经通过上缴利润等方式保持了流动性合理充裕，并且货币市场利率、债券收益率、贷款利率等市场利率已经系统性下行。在三季度结构性通胀压力抬升、经济增长动能环比回升、全球央行加息浪潮等内外部均衡挑战增多的背景下，我们认为应以推动有效需求回升的财政政策发力为主。但是显然，8 月份人民银行“降息”表明一些政策约束条件弱化。我们对本次“降息”的理解如下：
- “随行就市”降息、流动性边际收紧担忧减轻。本次降息带有“随行就市”特征，在市场利率已经较长时间维持偏离政策利率之后，通过适当下沉政策利率重心，减轻资金利率收敛压力，舒缓市场对流动性可能边际收紧的担忧。回顾央行至今在货币政策执行报告中的表态，一季度货币政策执行报告对利率走廊的表述修改为“引导市场利率围绕政策利率波动”，显示二季度“允许”市场利率偏离政策利率，不再以后者为波动中枢；二季度货币政策执行报告删除“引导市场利率围绕政策利率波动”的表述，下沉政策利率重心，缓解了市场利率和政策利率之间的收敛压力，流动性边际收紧的担忧消退。可是目前 DR007 还处于 1.35% 的水平，距离 2.0% 的 7 天期逆回购率也有 65 个 bp 的偏离，同业存单接近 2.0% 的水平和 2.75% 的 MLF 操作利率也相差 70 个 bp 左右，市场利率和政策利率还有不小的收敛空间，本次降息之后，市场或形成连续降息的预期，资金利率或在未来较长时间继续处于低位。
- “市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”传导、实际贷款利率下行空间被打开。7 月份金融统计数据显示实体经济融资需求低迷，同时 7 月工业生产放缓、消费复苏均低于预期，房地产投资增速大幅下降，“降息”或是呵护信贷增长稳定性、稳定经济信心的主要可行举措。从“数量”上来看，截止 7 月末，央行已经累计完成利润上缴 1.0 万亿，政策效应等同于降准 0.5 个百分点，银行间市场流动性极度充裕，继续从流动性供给上加码宽松的有效性已经降低，货币政策转向“看价不看量”逻辑。从价格上看，上半年信用利差大幅走低，央行在二季度货币政策执行报告中发布的数据显示，截止 6 月末，新发放贷款加权平均利率、一般贷款加权平均利率、企业贷款加权平均利率、票据融资加权平均利率等 4 项贷款利率指标均创出

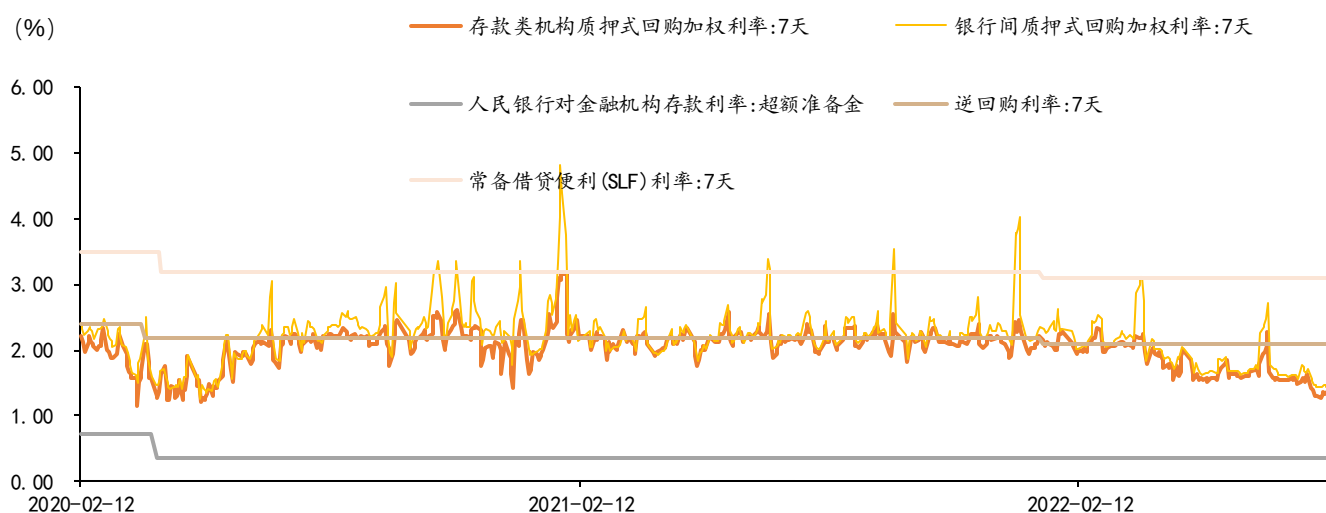
有统计以来的新低,“市场利率”已经处于较低水平的情况下,“顺势下调”政策利率或是当前增强信用扩张持续性最有可行性的举措。在今日 MLF 降息后,1 年期和 5 年期以上 LPR 报价的调降空间均被打开,实体贷款利率继续下行,有利于缓解新增和存量债务利息压力、对冲地产行业对信用增长的拖累。

● **市场：债券收益率波动重心下移**

货币政策依旧面临“短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡”等内外部均衡的挑战,但是短期稳增长使命更强、结构性通胀还不构成约束、人民币汇率从 6 月份以来维持平稳双向波动,流动性边际收紧的担忧消退,市场利率或还会在相当长时间内保持低位,本次“降息”后市场或形成对连续降息的期待。从二季度以来,10 年期国债收益率维持在狭窄的 2.70%-2.85% 的区间内震荡,本次“降息”或驱动收益率波动中枢下移,10 年期国债收益率有望跌破年内低点。而与充裕的流动性供给、利率下行相匹配,股票市场或延续偏成长、偏中小市值的风格走向。

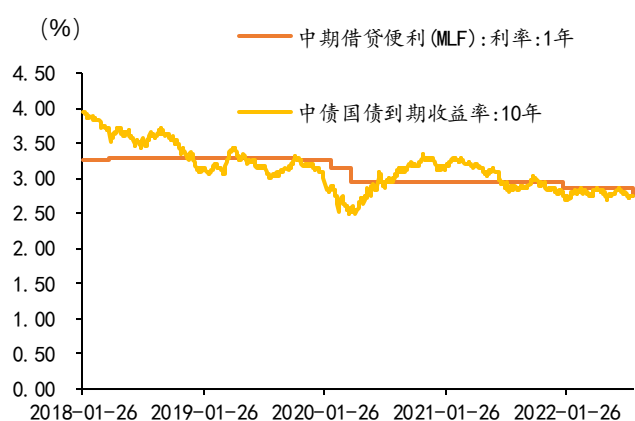
- **风险提示：三季度内外部均衡的风险增大。**(1) 房地产行业风险继续扩散;(2) 财政政策效应不及预期;(3) 政策性金融工具效应不及预期。

图 1：“利率走廊”中枢系统性下移



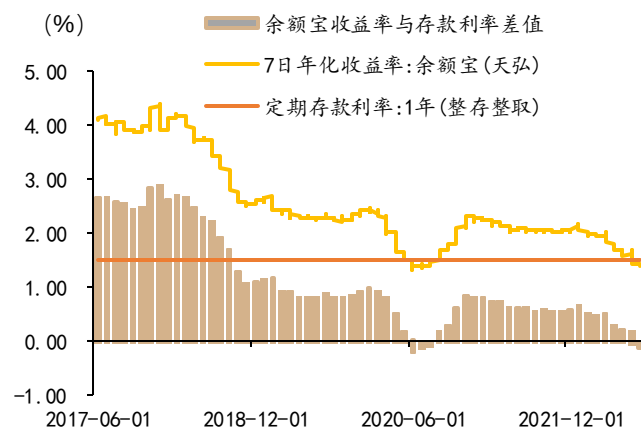
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：中期政策利率下调



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：余额宝收益率和 1 年期存款利率“倒挂”



资料来源：Wind，德邦研究所

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_45241

