



# 李庚南：央行进一步降息的空间还有多大？



文/意见领袖专栏作家 李庚南

正值欧美央行持续加息、货币普遍收紧以及全球通胀加剧之际，8月15日人民银行突发公告称，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。这一利好显然让市场猝不及防。

从逻辑上，这意味着8月20日大概率将迎来LPR的下调。问题是，这是否意味着“人民币以我为主”意识的加强？是否意味着我国央行稳健的货币政策仍将延续适度宽松的姿势？这些无疑将带给市场更多的期盼。



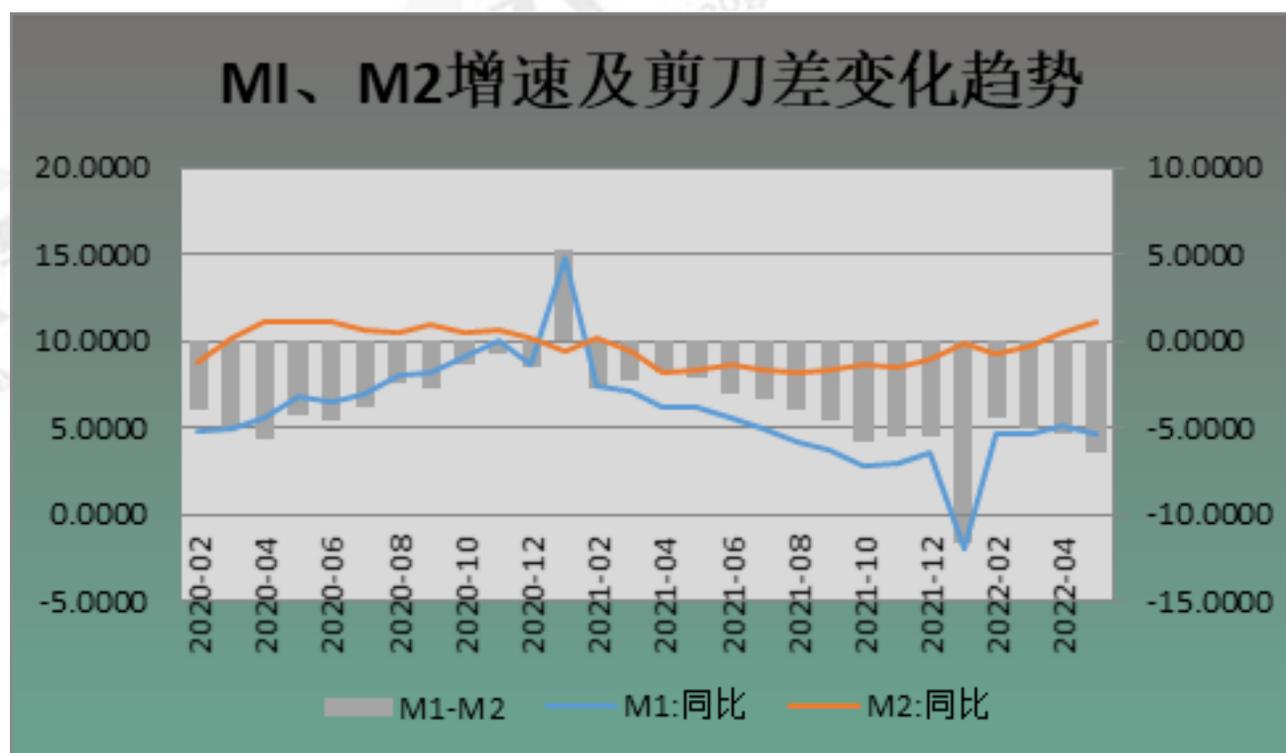
当前银行体系流动性是否合理充裕？

几乎央行每一次降息或降准，都明确是“为维护银行体系流动性合理充裕”。这句话其实包含两种解读：一是此前的流动性已呈现偏紧趋势，需要通过适当的流动性释放推动流动性合理充裕；二是此前的流动性整体已显偏宽松，需要通过适当收紧来推动流动性相合理充裕状态回归。从当前发出的降息信号看，合理的解释应该是前者。

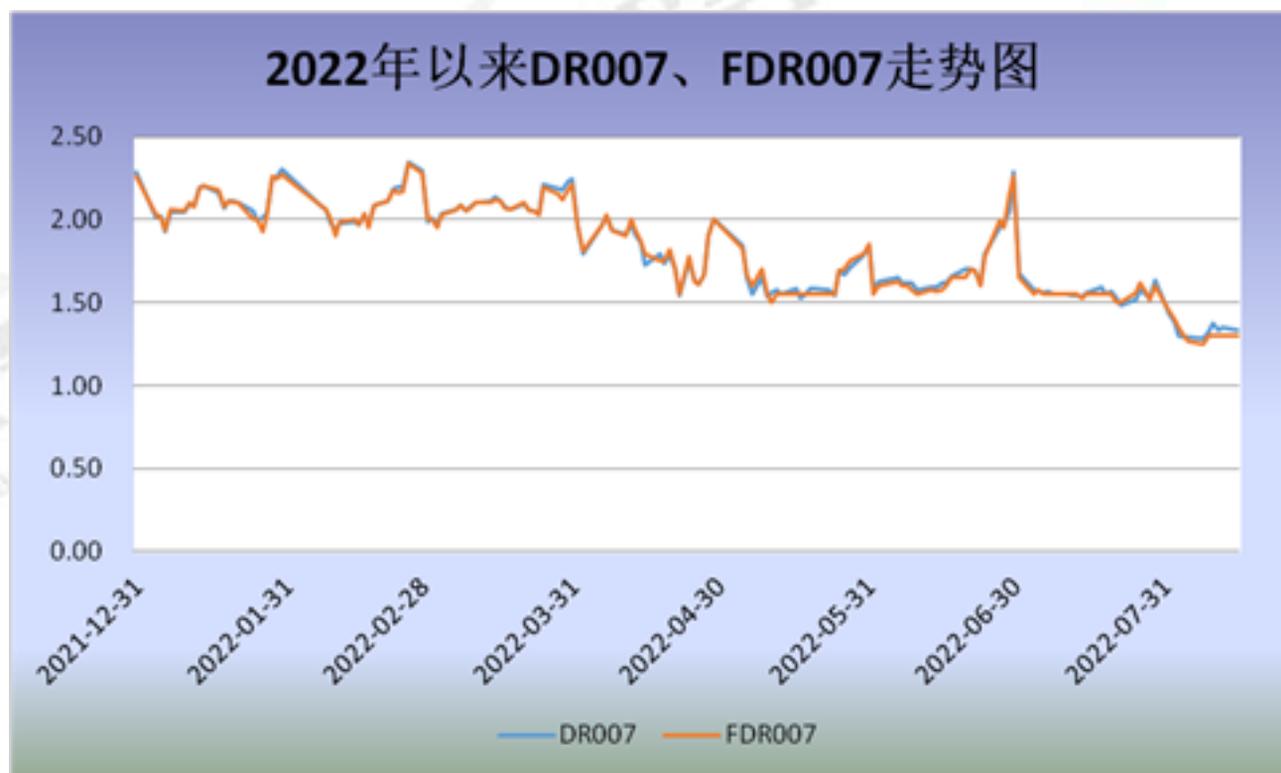
但是，不容争辩的事实是，今年以来银行体系流动性整体偏宽松。广义货币 M2 增速保持持续高位运行，代表强流动性的 M1 增速稳步回升，宽货币特征明显。银行体系流动性宽松推动资金市场利率中枢明显下行。同时，票据融资依旧高速增长，国股银票转贴现利率持续走低，商业银行以票冲贷现象明显。

一方面，货币供应量总体比较充裕。2022 年 7 月末，广义货币量 M2 高达 257.81 万亿元，比上年末增加 19.52 万亿元；前 7 个月 M2 增量几乎相当于 2021 年全年货币增加量。截至 7 月末，广义货币 M2 同比增长 12%，增速分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 3.7 个百分点；狭义货币（M1）同比增长 6.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.9 个和 1.8 个百分点。尽管 M1 增速仍远低于 M2，M1、M2 负向剪刀差（M1-M2）仍维持在高位（-5.3%），但 M1 从年初-1.9%持续回升至 6.7%，创下 16 个月新高，一定程度上反映了反映了企业短期流动性的持续改善态势。值得注意的是，M1-M2 剪刀差已连续 18 个月为负、连续 5 个月小于-5%，表明货币总体处于被动持币区，市场对经济预期偏悲观，实体经济中的投

资机会偏少。



另一方面，资金市场利率中枢继续下移。反映银行体系资金供求状况的银银间质押式回购加权利率 DROO7 及定盘利率 FDR007 持续向下，并维持低位徘徊。二季度以来，DROO7、FDR007 总体上进入 1 时代，均值分别为 1.64%、1.6%，且中枢不断下移。截至 8 月 15 日，DROO7、FDR007 已分别降至 1.34%、1.3%，较上年末均降低了 96BP。



同时，银行间票据融资活跃，国股银票转贴现率低位运行。7月末，截至6月末，国股银票转贴现利率7天、6个月期限利率分别为1.77%和1.63%。此前7天、6个月期国股银票转贴现利率一度低至0.03%和0.76%。表明在资产荒背景下，银行不惜以低成本转贴现、以票据冲量的需求强烈。

如果仅从市场逻辑分析，考虑国际货币紧缩、通胀压力增大的形势，进入三季度后银行间市场流动性或将由偏宽转向边际偏紧。央行在此时逆势释放降息信号，或出于稳经济与防通胀压力的综合权衡。

稳经济与防通胀哪一个压力更大？

利率工具本就是一柄双刃剑。逻辑上，降息有助于降低实体经济融资成本，从而激发实体经济投资意愿和居民的消费意愿，推动实体经济的复苏与发展。但另一方面，降息有助于改变市场资金流动性状况，推动信贷

需求扩张，可能导致流动性过剩，不利于防通胀。当然，降息能在多大程度上刺激经济增长，或在多大程度上导致货币供给过剩，更多地取决于其边际效应。因此，在平衡稳经济与防通胀方面，利率政策工具的抉择更多取决于其边际效应的强弱。

从我国目前情况看，稳经济的压力显然大于防通胀的压力。

一方面，在稳经济一揽子政策的推动下，我国经济正呈现整体复苏态势，但三季度以来经济恢复势头边际放缓，稳经济压力依然较大。国家统计局公布的7月份宏观经济数据显示，受国际环境日趋复杂严峻、全球通胀压力居高难下、国内本土疫情多点散发及持续高温等不利因素影响，7月份经济未能延续向上修复态势，多项经济指标增速较6月有所回落。7月份全国规模以上工业增加值同比增长3.8%，全国服务业生产指数同比增长0.6%，社会消费品零售总额同比增长2.7%，分别较上月回落0.1、0.7、0.4个百分点。1-7月份全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.7%，较1-6月份回落0.4个百分点。这表明，我国经济恢复势头已呈边际放缓态势，特别是内需消费和投资整体在走弱，反映出经济恢复的内生动力不

**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\\_45346](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45346)

