



大公国际：央行降息意在提振实体经济融资需求，缩量操作将推动市场利率与政策利率相互收敛

技术研究部 | 宏观研究团队

2022年8月17日

8月15日，人民银行开展4000亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对8月16日6000亿元MLF到期的续做）和20亿元公开市场逆回购操作，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。大公国际认为，本次降息是为应对最新疲弱经济、金融数据的主动作为，意在提振实体经济融资需求，引导市场预期并扩大需求，助力房地产市场企稳回升。同时，年内我国通胀高点未至、美联储大幅加息预期降温也为本次央行降息提供操作窗口，“降息+缩量”操作将推动市场利率与政策利率相互收敛，10Y国债收益率向下突破2.7%，利率中枢料将下移并维持低位震荡。

一、7月以来，经济恢复势头边际放缓，需求不足和预期偏弱压力加大，有待政策引导和巩固

7月以来，多地疫情再次散发，叠加高温多雨等不利因素影响，经济平稳运行难度加大。与央行降息同日公布的7月主要经济数据显示消费、投资和工业生产均增速放缓，房地产降幅持续扩大。具体来看，7月社会消费品零售总额同比增长2.7%（前值3.1%），1-7月份，社会消费品零售总额同比下降0.2%（前值-0.7%），餐饮、家具、建筑及装潢材料类商品销售较为低迷。1-7月份，全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.7%（前值6.1%），其中房地产开发投资降幅扩大（-6.4%，前值为-5.4%）。7月份，全国规模以上工业增加值同比增长3.8%（前值3.9%）；7月制造业PMI再次跌至荣枯线下。总体来看，受多重因素影响，7月以来，我国经济恢复势头边际有所放缓，需求不足、预期偏弱的压力依然较大，拖累经济增长的房地产和消费或仍需政策引导支持。

二、金融数据显示货币供应总量增加，但新增信贷及社融增量均有回落且结构欠佳，实体部门融资需求不足，有待政策提振

最新公布的金融数据显示实体部门融资需求不足，为本次降息另一主要动因。8月12日公布的7月金融数据显示全市场货币供应总量虽持续增加，但流入实体部门的减少，货币在金融机构间空转的问题较为显著。具体表现有：一是M2同比增速持续升高，7月M2同比增长12%，已连续4个月保持两位数高增，全市场货币供给持续增加；二是M2-M1剪刀差同比扩大，说明资金更多流入金融市场而非实体经济，实体经济活力不足；三是新增信贷规模回落且结构不佳。7月人民币贷款增加6790亿元，同比少增4042亿元，其中居民中长期贷款与短期贷

款均显著回落，说明近期房地产断贷风波、疫情等对居民住房需求、借款意愿等均产生较大冲击；四是社融增量大幅下跌。7月社会融资规模增量为7561亿元，比上年同期少3191亿元，且较6月的5.1万亿增量呈现大幅下跌。其中，人民币贷款、企业债券和外币贷款为主要拖累项，同比分别少增4303亿元、2357亿元和1059亿元。综上，7月金融数据虽有显示货币供给在持续增长，但资金在金融机构间空转问题较为突出，居民和企业部门资金需求下降，企业和家庭借贷意愿不强，实体经济融资需求不足。因此，本次央行下调MLF、OMO利率意在进一步降低资金成本，以此激发实体经济融资需求。

三、年内我国CPI高点未至，美联储9月大幅加息概率近期下降，为央行降息提供操作空间

一方面，国内CPI高点未至，未来两月或迎来年内CPI高点，届时对降息将产生更大掣肘。受食品价格大幅上涨影响，7月CPI同比上涨2.7%，涨幅较上月扩大0.2个百分点，接近年内3%的通胀目标。虽然在国内市场供给充足、猪肉价格不具备大幅上涨条件、国际大宗涨幅回落输入性影响降低等因素影响下，年底前通胀风险总体可控，但受短期因素影响，个别月份CPI预计可能还会升高。我们预计9、10月或是年内CPI高点，通胀压力下，未来降息空间将更加受限。另一方面，最新美国7月CPI和PPI均有所回落，通胀压力有所减小，未来美联储加息幅度和节奏或放缓，这较大程度缓解了此前市场对中美利率持续倒挂产生的外资流出的担忧。

四、本次央行缩量操作，有助于减少金融市场冗余资金，推动市场利率向政策利率收敛

4月以来，在货币政策与财政政策的协同发力下，市场流动性始终处于较为充裕的状态，隔夜资金利率、7天期资金利率以及1年期银行同业存单收益率等主要市场利率持续走低。7月以来，央行通过缩量公开市场操作，引导资金利率适度提升。7月13日新闻发布会上，央行货币政策局局长邹澜也提到“目前流动性保持在较合理充裕还略微偏多的水平上”。8月初，DR001回落至1%附近，DR007跌破1.3%，均为今年以来最低水平，且远低于政策利率水平，说明当前流动性整体仍偏宽松充裕。从规模上看，本次MLF缩量2000亿元，并延续7月以来20亿元的OMO较小规模操作，将有助于缓解银行间市场资金淤积局面。另外，当前债市杠杆率高企，市场风险上升，MLF缩量也可给机构加杠杆行为继续降温。

展望后市，本月LPR大概率将跟随下调，结合近期房地产断贷风波拖累房地产修复，不排除非对称式下调5年期LPR的可能。债市方面，本次降息对债市利好，降息当日10Y国债收益率下穿2.7%，后续利率中枢或将下移，整体将维持低位震荡。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。