

# 降息还是降准？

# 定期报告

## 华金宏观·双循环周报（第74期）

### 投资要点

- ◆ 近期国内外经济金融环境变化，存量房贷利率能否大幅下调？降准是否还有空间？
- ◆ **经济结构加快转型、对货币刺激敏感度降低，货币政策转向更接近中性逆周期调节的“支持性”立场。**当前阶段经济下行压力主要来自两方面：外部环境日趋严峻导致的出口下行压力，以及地产基建同步去杠杆导致的内需不足。前者需提振国内耐用消费品需求予以对冲，后者是经济结构“轻型化”升级主动调整所难以避免的阵痛，亦需戒急用忍，即便货币政策加码宽松，经济转型是不可逆的，宽松效果衰减的同时亦可能带来新的系统性风险。陆磊副行长强调“人民银行将继续坚持支持性的货币政策”，邹澜司长指出“我国经济结构转型加快”，“导致货币供应量的可测性、可控性以及与经济的相关性下降”。这样的背景下货币政策重回大幅宽松通道的概率较低。
- ◆ **提升数量传导效率意味着“以需定供”时代到来，降准空间打开的同时，买卖国债置换MLF操作必要性提升。**央行自年中以来在完善货币政策框架、建设现代化中央银行制度方面骤然加速。在数量传导效率提升方面，突出表现为变“以供促需”为“以需定供”的新模式，即面对地产基建同步去杠杆导致企业和居民部门借贷需求内生性明显降温的新环境，央行当前采取先观测实体经济信用融资的内生性需求量的变化，再倒推需要提供多少流动性给金融市场的方式，以期同步实现稳定实体经济融资需求和避免资金在金融体系内空转套利的双重目标。邹澜司长指出，“将逐步淡化对数量目标的关注，更多将其作为观测性、参考性、预期性的指标”。这意味着央行买卖国债以置换MLF的操作当前不但不会被市场解读为央行大幅扩表的过度宽松信号，亦因同时具备拉长基础货币久期、具备更好的“短中长期流动性管理的科学性和精准性”等优势而具备更大的长期必要性（详细分析可参见我们此前报告分析）。但因当前央行国债既有头寸较少，需先经过一段时间的买入国债置换MLF操作后，才可形成更大的数量调控和利率曲线合理陡峭化的影响力量。在这样的过度期内，降准是更可兼具长期流动性投放力度、效率和成本优势的配合性操作。我国当前平均法定存款准备金率7%，近年来逐步形成了5%的降准下限，两者之间仍有相当大的空间可资使用。去年9月流动性投放即显紧张，今年9月是我们自年初开始就明确预期的降准的合理时点，维持全面降准50BP的预测不变，以维持合理的信用融资需求保障力度，避免资金面利率短期上冲。
- ◆ **提升利率传导效率方面，长端利率定价市场化属性强化意味着商业银行净息差从被动结果变为输入变量，在存款利率下调空间受限、地产需求趋势与货币宽松“脱敏”两大条件下，大幅下调存量房贷利率的可行性有待商榷。**在原有的长期政策利率下调幅度大于短期政策利率的模式下，可能因净息差的不断压缩，导致银行体系普遍面临潜在不良率提升和利润转增资本金及拨备能力下降之间的矛盾。7月以来，央行加速实施利率传导机制升级重构，弱化MLF利率和LPR的政策属性，将7天逆回购利率明确为央行主动调整的唯一政策利率工具，强化利率从短到长传导机制的市场化属性，这说明央行已经充分注意到实体经济信用融资需求降温过程中，商业银行净息差对于保证金融体系系统性风险承担能力具有极为重要的关键意义。邹澜司长指出，“受银行存款向资管产品分流的速度、银行净息差收窄的幅度等因素影响，存贷款利率进一步下行还面临一定的约束”，显示在加速市场化的利率传导机制下，存款利率下调空间有限、净息差保持稳定的必要性正令存量房贷利率大幅下调的可行性降低。同时由于本轮房地产市场深度调整在需求侧主要反映人口老龄化加速、工业化区域布局失衡导致房价收入比分化加剧等长期结构性因素而非货币金融条件收紧的限制，地产需求对货币宽松的敏感度自2022年以来已经明显下降，即便大幅下调存量房贷利率，也难以扭转居民集中提前偿还房贷导致的银行资产规模收缩压力，那么此种政策除了削弱净息差这一收缩性效应之外，似乎无法期待信用融资方面的扩张性结果，相信货币当局会综合审慎评估其必要性。
- ◆ **风险提示：**房地产市场下滑幅度超预期风险；存量房贷利率下调幅度低于预期风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002  
qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

### 相关报告

- 去杠杆深水區，投資再抑PMI，政策如何應對？——PMI 點評（2024.8） 2024.8.31
- 人民幣升值趨勢能否延續？——華金宏觀·雙循環週報（第73期） 2024.8.30
- 買賣國債置換MLF“一石三鳥”——人民銀行啟動國債買賣操作點評 2024.8.30
- 費用成本消長，“節流”不如“開源”——工業企業利潤點評（2024.7） 2024.8.27
- 歉收同時支出加速，國債融資還需加力——財政數據點評（2024.7） 2024.8.26



## 内容目录

<b>聚焦：降息还是降准？</b> .....	<b>3</b>
1、结构转型货币敏感度降低，货币政策转向支持性立场 .....	3
2、数量传导“以需定供”，降准空间明显打开，货币投放方式优化 .....	3
3、利率传导市场化改革，净息差限制降息空间 .....	4
<b>国内外经济追踪：8月汽车消费延续低迷趋势</b> .....	<b>6</b>
<b>华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）</b> .....	<b>10</b>

## 图表目录

图 1：新增个人住房贷款及房地产开发贷款、房地产开发贷款与个人住房贷款余额同比 .....	3
图 2：基础货币同比预测及贡献结构（%） .....	4
图 3：加权平均贷款利率、加权平均房贷利率与住宅销售面积 .....	5
图 4：30大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%） .....	6
图 5：乘联会乘用车批零累计同比（%）：零售累计同比有所下行 .....	6
图 6：乘联会新能源乘用车批零累计同比（%） .....	6
图 7：菜价果价 30DMA 同比（%）：本周蔬果价格同比延续上行 .....	7
图 8：猪肉价格同比（%）：猪肉价格同比涨幅小幅回落 .....	7
图 9：钢材价格旬度环比：环比增速大幅上行（%） .....	7
图 10：煤炭价格同比（%）：煤炭价格同步走弱 .....	7
图 11：伦敦金现、LME 铜：黄金、铜价有所降温 .....	8
图 12：原油价格：本周原油价格小幅下行 .....	8
图 13：美国当周初请失业金人数再度下行 .....	8
图 14：美国原油产量维持于 1330 万桶 .....	8
图 15：发达经济体核心 CPI 同比（%） .....	9
图 16：主要发达经济体制造业 PMI（%） .....	9
图 17：全球股市：本周全球主要股指全线下跌，日经 225、科创 50 跌幅较深 .....	10
图 18：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股石油石化及电子板块跌幅较深 .....	10
图 19：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股商超零售板块领涨，IT 板块跌幅较深 .....	10
图 20：美国国债收益率变动幅度：截至 9 月 5 日，美债收益率普遍下行，长端下行较多 .....	11
图 21：中国国债收益率变动幅度：截至 9 月 5 日，中债收益率普遍下行 .....	11
图 22：本周中债短端收益率下行约 4BP（%） .....	11
图 23：中美 10Y 利差有所缩小（%） .....	11
图 24：10Y 国开债与国债利差持平于上周（%） .....	12
图 25：3Y 信用利差有所收窄，1Y 信用利差基本持平（BP） .....	12
图 26：美联储本周资产规模有所缩小（USD bn） .....	12
图 27：主要央行政策利率（%） .....	12
图 28：全球汇率：美元指数再度下行 .....	12
图 29：人民币小幅贬值 .....	12

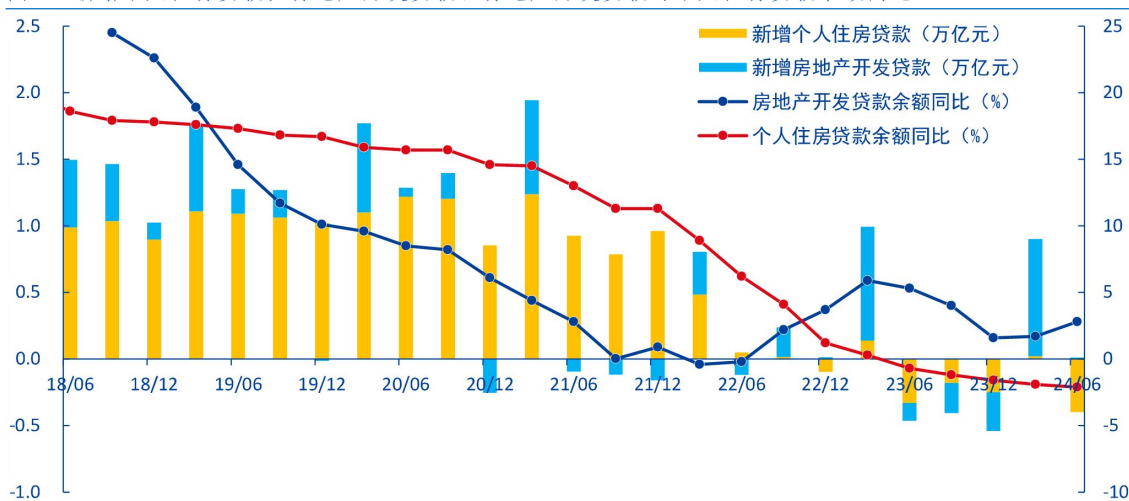
## 聚焦：降息还是降准？

近期国内外经济金融环境变化，存量房贷利率能否大幅下调？降准是否还有空间？我们结合9月5日下午人民银行和外管局举行的国新办新闻发布会所传递出的最新政策信号进行深度分析。

### 1、结构转型货币敏感度降低，货币政策转向支持性立场

经济结构加快转型、对货币刺激敏感度降低，货币政策转向更接近中性逆周期调节的“支持性”立场。当前阶段经济下行压力主要来自两方面：外部环境日趋严峻导致的出口下行压力，以及地产基建同步去杠杆导致的内需不足。前者需提振国内耐用消费品需求予以对冲，后者是经济结构“轻型化”升级主动调整所难以避免的阵痛，亦需戒急用忍，即便货币政策加码宽松，经济转型是不可逆的，宽松效果衰减的同时亦可能带来新的系统性风险。陆磊副行长强调“人民银行将继续坚持支持性的货币政策”，邹澜司长指出“我国经济结构转型加快”，“导致货币供应量的可测性、可控性以及与经济的相关性下降”。这样的背景下货币政策重回大幅宽松通道的概率较低。

图1：新增个人住房贷款及房地产开发贷款、房地产开发贷款与个人住房贷款余额同比



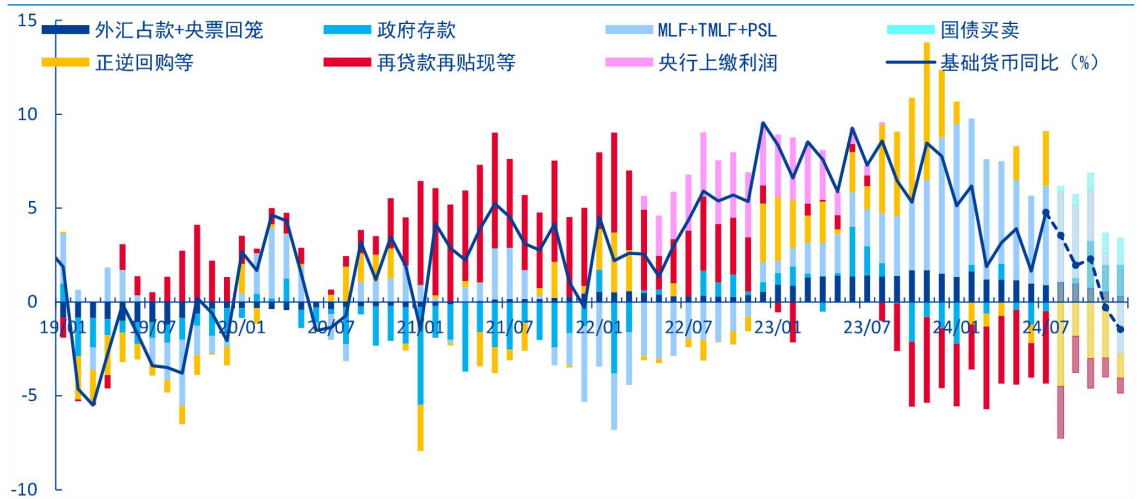
资料来源：中国人民银行，华金证券研究所

### 2、数量传导“以需定供”，降准空间明显打开，货币投放方式优化

提升数量传导效率意味着“以需定供”时代到来，降准空间打开的同时，买卖国债置换MLF操作必要性提升。央行自年中以来在完善货币政策框架、建设现代化中央银行制度方面骤然加速。在数量传导效率提升方面，突出表现为变“以供促需”为“以需定供”的新模式，即面对地产基建同步去杠杆导致企业和居民部门借贷需求内生性明显降温的新环境，央行当前采取先观测实体经济信用融资的内生性需求量的变化，再倒推需要提供多少流动性给金融市场的方式，以期同步实现稳定实体经济融资需求和避免资金在金融体系内空转套利的双重目标。2018年以来，人民银行17次下调存款准备金率，共释放长期资金约13.4万亿元；其中，2023年降准两次25BP，共释放流动性约1.0万亿元，2024年1月24日，抢在美联储今年首次FOMC会议召开前宣布一次性降准50BP，投放了1万亿长期流动性，同时实现了稳定春节前后信用扩张节奏和避免人民币汇率被动贬值幅度扩大的目标。目前，金融机构平均存款准备金率约为7.0%，其中，大型、

中型、小型银行的存款准备金率分别为 8.5%、6.5%和 5.0%。邹澜司长指出，“将逐步淡化对数量目标的关注，更多将其作为观测性、参考性、预期性的指标”。这意味着央行买卖国债以置换 MLF 的操作当前不但不会被市场解读为央行大幅扩表的过度宽松信号，亦因同时具备拉长基础货币久期、具备更好的“短中长期流动性管理的科学性和精准性”等优势而具备更大的长期必要性（详细分析可参见我们此前报告分析）。但因当前央行国债既有头寸较少，需先经过一段时间的买入国债置换 MLF 操作后，才可形成更大的数量调控和利率曲线合理陡峭化的影响力量。在这样的过度期内，降准是更可兼具长期流动性投放力度、效率和成本优势的配合性操作。我国当前平均法定存准率 7%，近年来逐步形成了 5%的降准下限，两者之间仍有相当大的空间可资使用。去年 9 月流动性投放即显紧张，今年 9 月是我们自年初开始就明确预期的降准的合理时点，维持全面降准 50BP 的预测不变，以维持合理的信用融资需求保障力度，避免资金面利率短期上冲。

图 2：基础货币同比预测及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

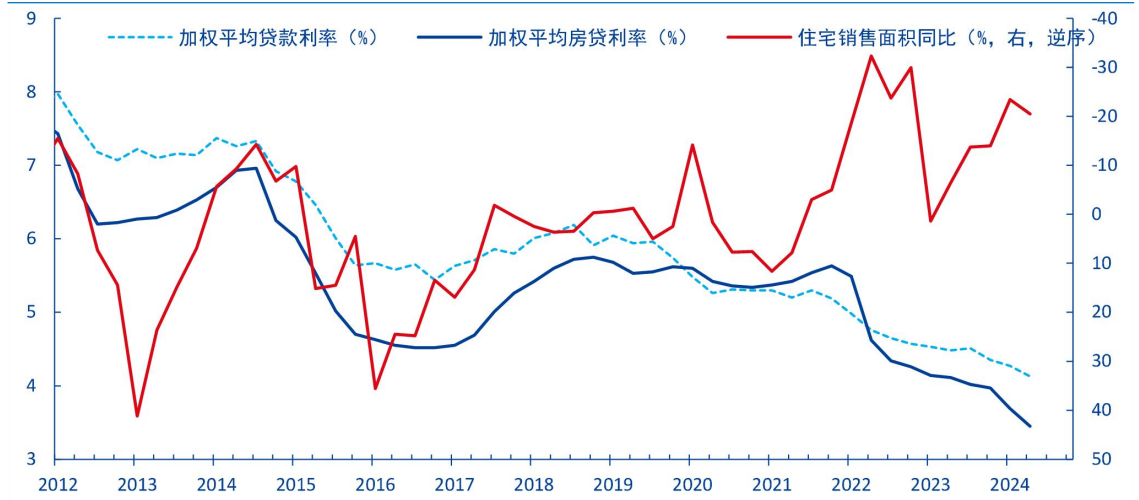
### 3、利率传导市场化改革，净息差限制降息空间

提升利率传导效率方面，长端利率定价市场化属性强化意味着商业银行净息差从被动结果变为输入变量，在存款利率下调空间受限、地产需求趋势与货币宽松“脱敏”两大条件下，大幅下调存量房贷利率的可行性有待商榷。在原有的长期政策利率下调幅度大于短期政策利率的模式下，可能因净息差的不断压缩，导致银行体系普遍面临潜在不良率提升和利润转增资本金及拨备能力下降之间的矛盾。7 月以来，央行加速实施利率传导机制升级重构，弱化 MLF 利率和 LPR 的政策属性，将 7 天逆回购利率明确为央行主动调整的唯一政策利率工具，强化利率从短到长传导机制的市场化属性，这说明央行已经充分注意到实体经济信用融资需求降温过程中，商业银行净息差对于保证金融体系系统性风险承担能力具有极为重要的关键意义。邹澜司长指出，“受银行存款向资管产品分流的速度、银行净息差收窄的幅度等因素影响，存贷款利率进一步下行还面临一定的约束”，显示在加速市场化的利率传导机制下，存款利率下调空间有限、净息差保持稳定的必要性正令存量房贷利率大幅下调的可行性降低。同时由于本轮房地产市场深度调整在需求侧主要反映人口老龄化加速、工业化区域布局失衡导致房价收入比分化加剧等长期结构性因素而非货币金融条件收紧的限制，地产需求对货币宽松的敏感度自 2022 年以来已经明显下降，即便大幅下调存量房贷利率，也难以扭转居民集中提前偿还房贷导致的银行资产规模收缩压力，那



么此种政策除了削弱净息差这一收缩性效应之外，似乎无法期待信用融资方面的扩张性结果，相信货币当局会综合审慎评估其必要性。

图 3：加权平均贷款利率、加权平均房贷利率与住宅销售面积

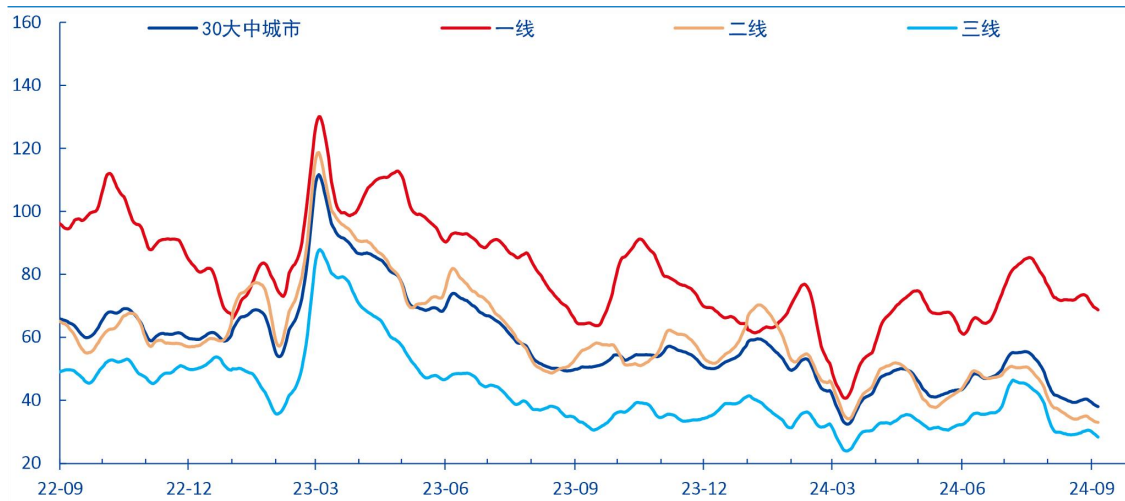


资料来源：CEIC，华金证券研究所

## 国内外经济追踪：8月汽车消费延续低迷趋势

**商品房销售面积：**一线城市商品房销售面积短暂持平后本周再度拐头向下，二线、三线延续下行趋势。

图 4：30 大中城市及一二三线城市商品房销售面积与疫情前数年均值之比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

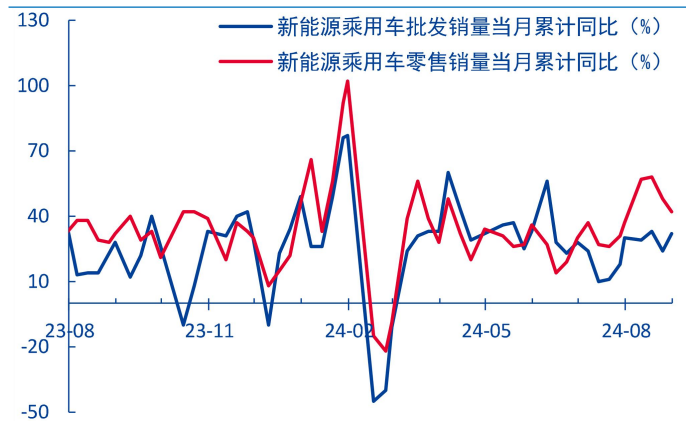
**汽车消费：**8月汽车消费低迷的趋势仍未得到明显改善。据乘联会数据，截至8月31日，乘用车零售和批发销量累计同比分别为-1%和-5%，其中，前者较上周大幅下行6个百分点转至负增长区间，8月汽车消费延续低增未见显著改善。

图 5：乘联会乘用车批零累计同比（%）：零售累计同比有所下行



资料来源：Wind，华金证券研究所

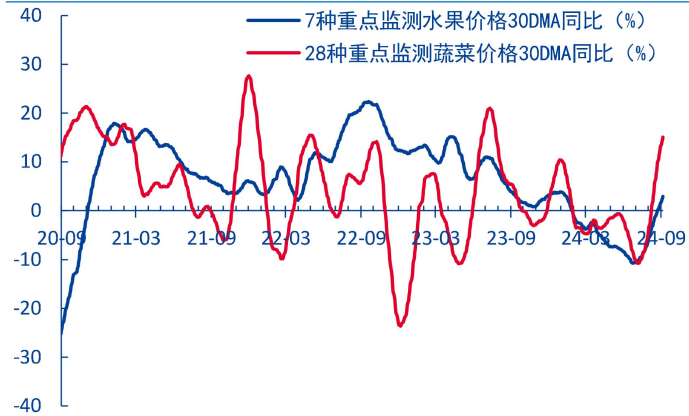
图 6：乘联会新能源乘用车批零累计同比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

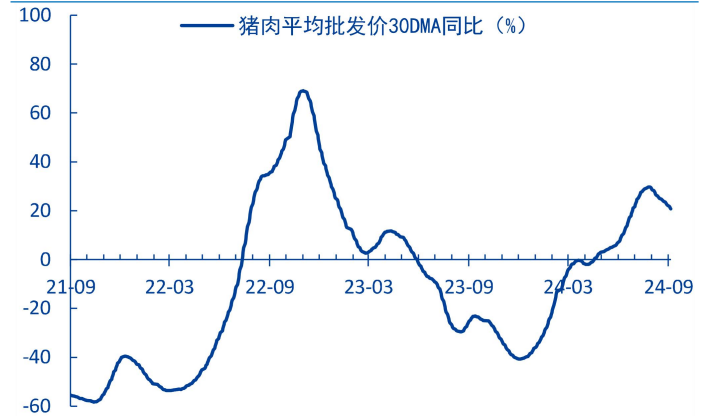
**高频通胀指标：**本周鲜菜、鲜果价格同比增速均延续上行，猪肉价格同比涨幅边际向下。截至9月5日，鲜菜及鲜果30日均价同比均延续了上月以来的持续上行趋势，其中，蔬菜价格同比在极端天气的推升下再度明显上涨2.0个百分点至15.1%的高位，鲜果价格同比上行1.4个百分点至2.9%；猪肉平均批发价趋于平稳，同比增速小幅下行1.4个百分点至20.8%。

图 7: 菜价果价 30DMA 同比 (%) : 本周蔬果价格同比延续上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

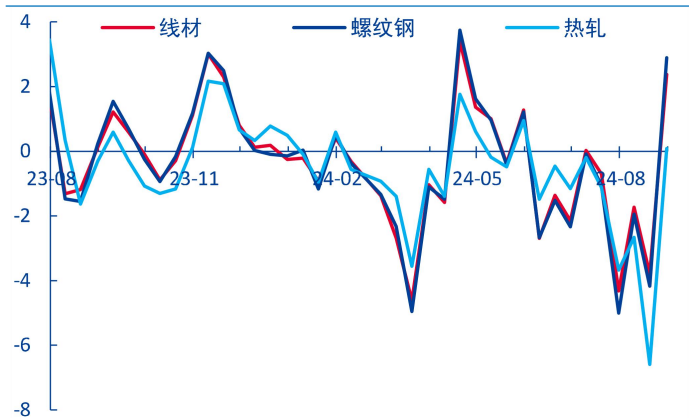
图 8: 猪肉价格同比 (%) : 猪肉价格同比涨幅小幅回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

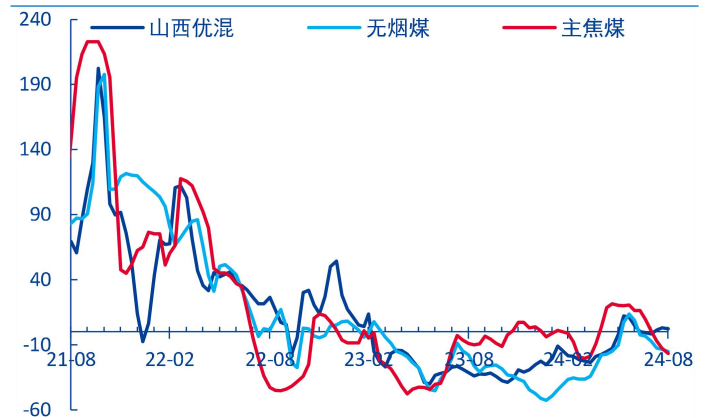
**重点生产资料价格变化: 8 月下旬钢材价格止跌反弹, 煤炭价格同步走弱。**8 月下旬钢材价格环比增速大幅上行, 线材、螺纹钢、热轧价格环比分别上涨 2.4%、2.9%和 0.1%, 但受内需不足的持续拖累, 当前以钢材为代表的上游工业品价格水平仍处低位; 山西优混价格同比小幅下行 0.9 个百分点至 2.3%, 无烟煤和主焦煤价格同比跌幅再度分别扩大 1.7 和 3.8 个百分点至 -15.1%和-16.7%。

图 9: 钢材价格旬度环比: 环比增速大幅上行 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

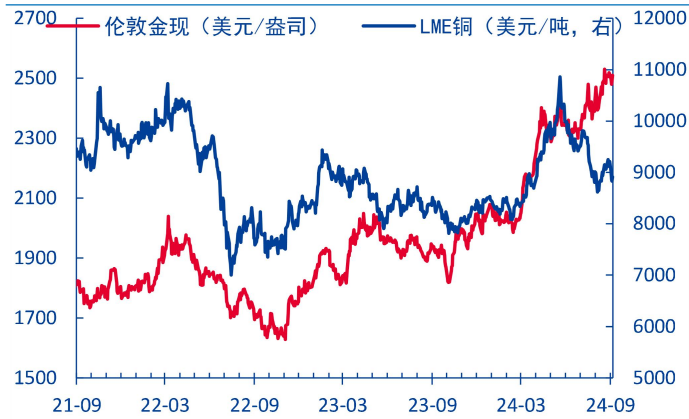
图 10: 煤炭价格同比 (%) : 煤炭价格同步走弱



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

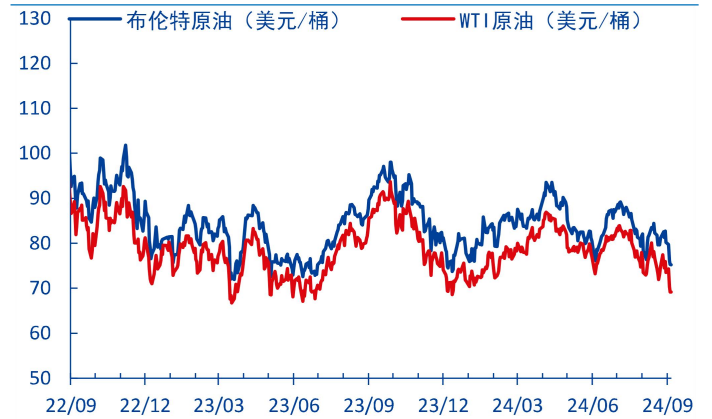
**大宗商品: 黄金价格基本与上周持平, 铜价大幅回落, 原油价格再度降温。**本周黄金价格基本持平于上周, 截至 9 月 5 日伦敦金现报收 2510 美元/盎司, 较上周五仅小幅下行 3.8 美元; LME 铜大幅下跌至 8915 美元/吨, 较上周五下行达 300 美元; 截至 9 月 5 日布油、WTI 原油价格再度小幅下行, 分别较上周五跌 5.0、4.4 美元至 75.3、69.2 美元/桶。

图 11: 伦敦金现、LME 铜: 黄金、铜价有所降温



资料来源: Wind, 华金证券研究所

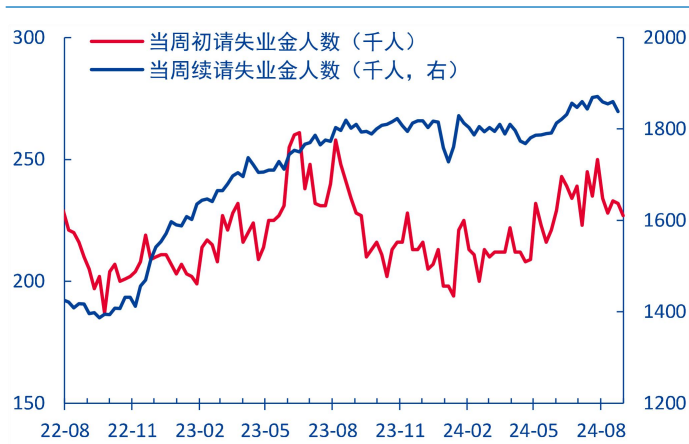
图 12: 原油价格: 本周原油价格小幅下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

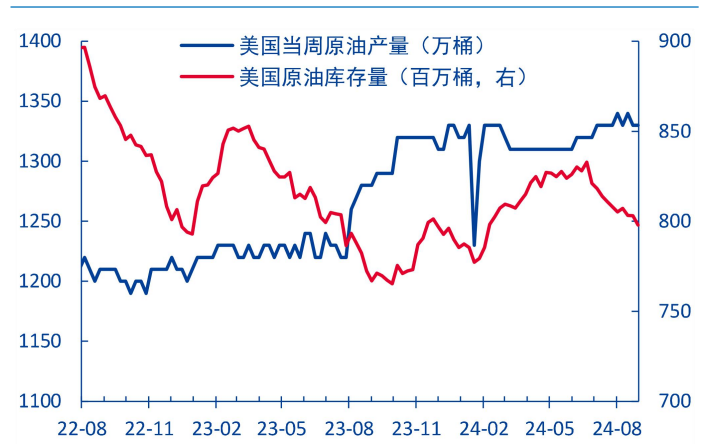
**美国就业、能源产量及库存:** 8 月第五周美国初请失业金人数(季调)仅 22.7 万人, 8 月周均仅 230.1 万人, 美国 8 月劳动力市场再度趋于紧张, 关注今日公布的美国 8 月非农就业数据。美国国内原油产量维持于 1330 万桶, 原油库存小幅下降。

图 13: 美国当周初请失业金人数再度下行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 美国原油产量维持于 1330 万桶

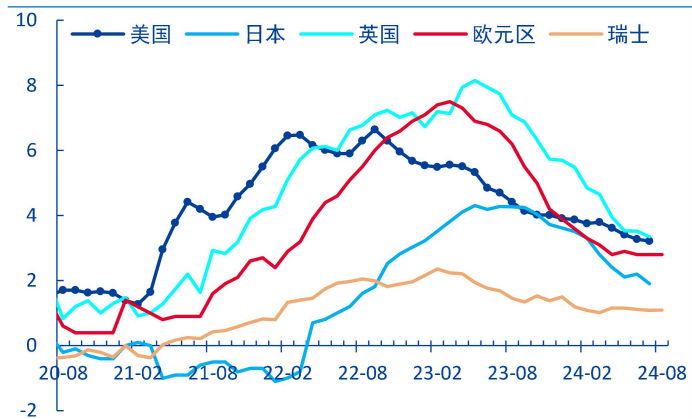


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

**发达经济体通胀和制造业生产:** 本周集中公布发达经济体 8 月 PMI 终值, 其中, 美国 8 月 ISM 制造业 PMI 指数小幅回升 0.4 至 47.2, 欧元区制造业 PMI 持平于上月的 45.8, 英国和日本制造业 PMI 分别回升 0.4 和 0.7 至 52.5 和 49.8。

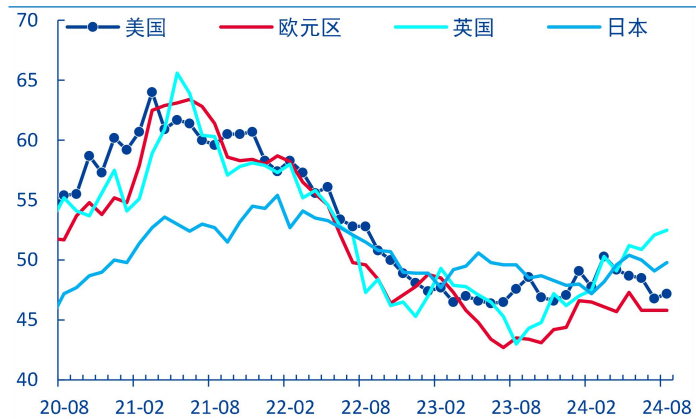


图 15: 发达经济体核心 CPI 同比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

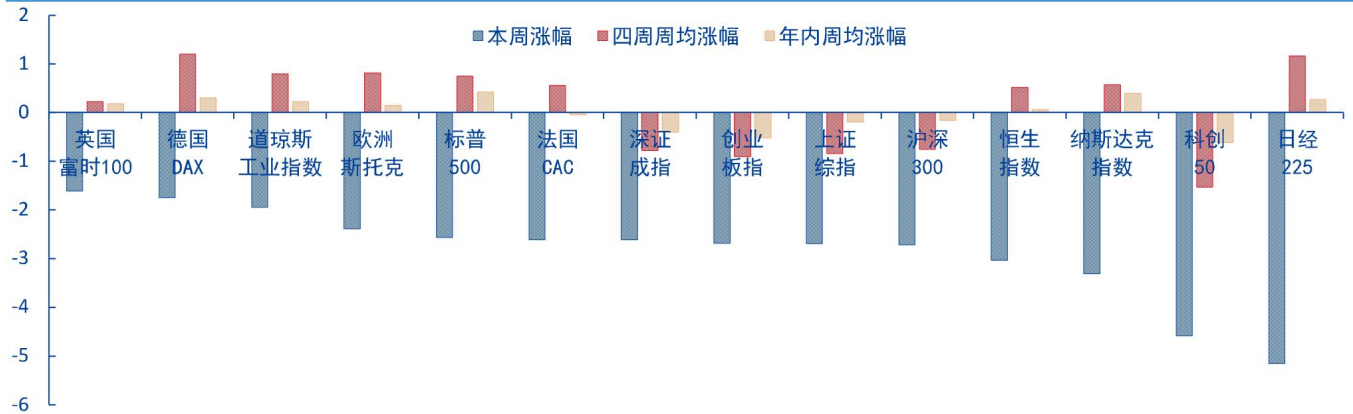
图 16: 主要发达经济体制造业 PMI (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

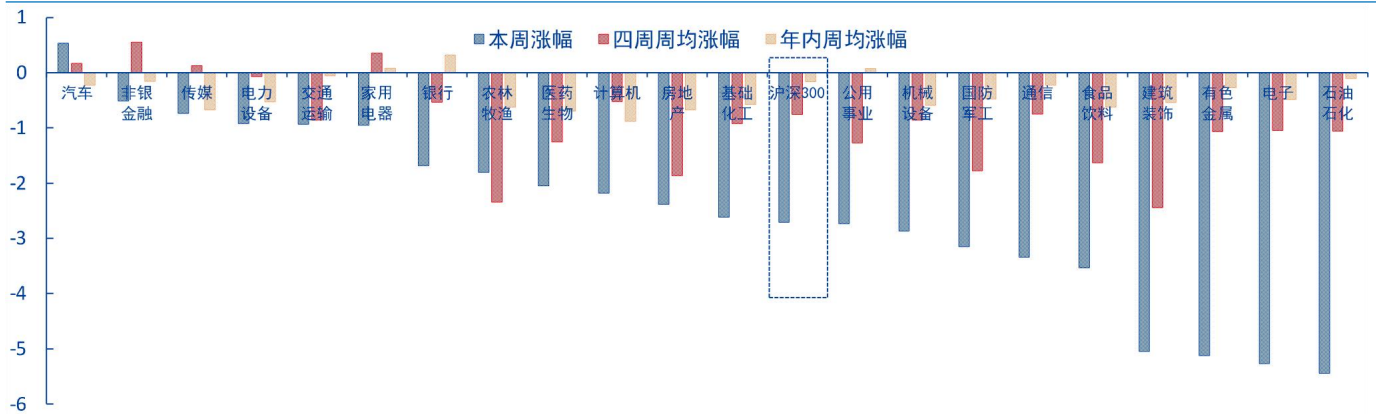
## 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 17: 全球股市: 本周全球主要股指全线下跌, 日经 225、科创 50 跌幅较深



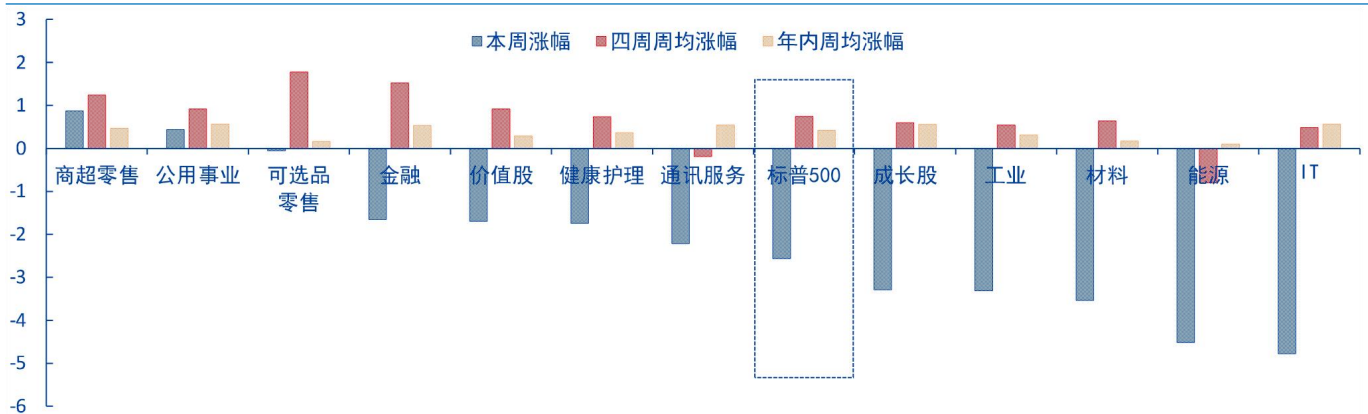
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 A 股石油石化及电子板块跌幅较深



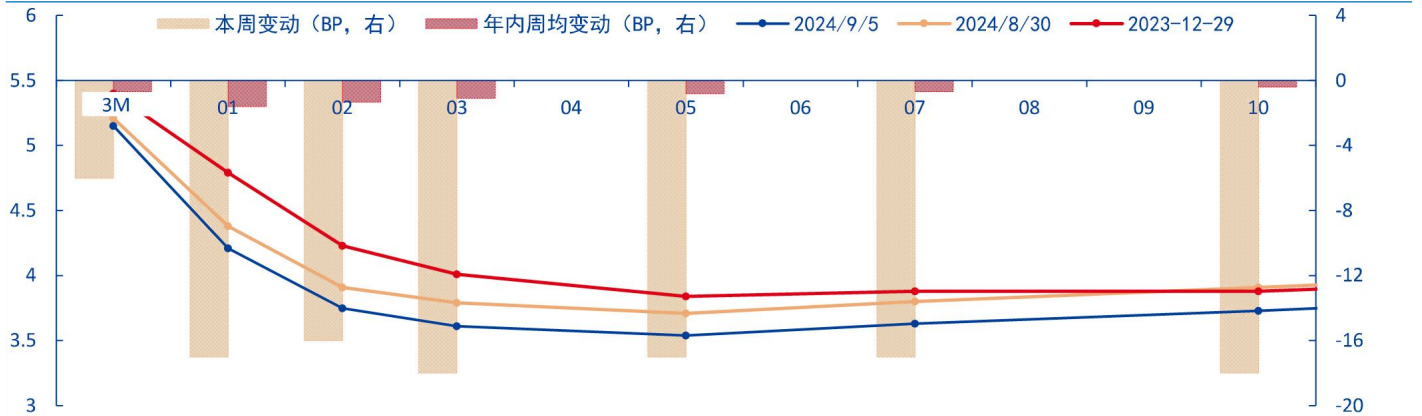
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股商超零售板块领涨, IT 板块跌幅较深



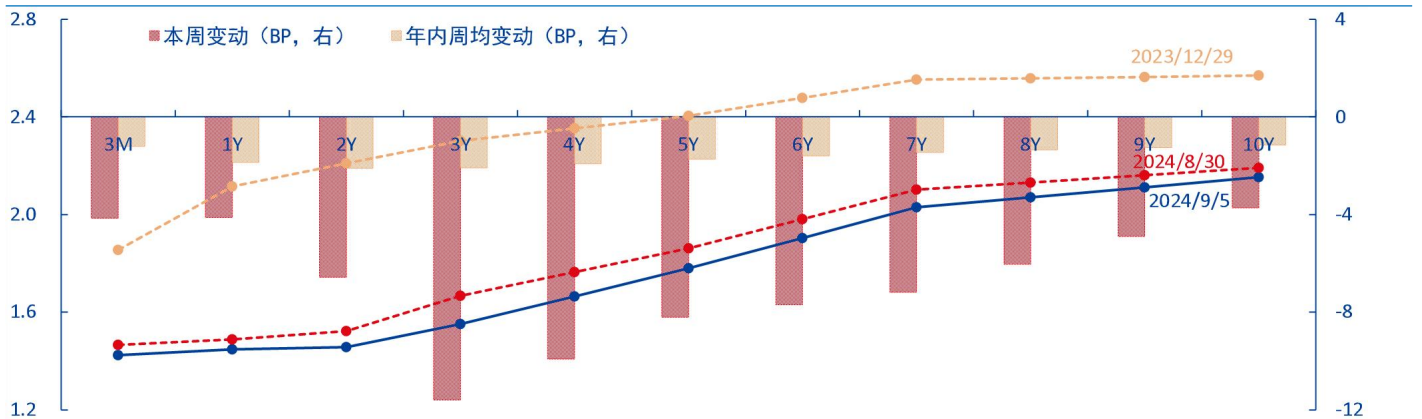
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 美国国债收益率变动幅度: 截至 9 月 5 日, 美债收益率普遍下行, 长端下行较多



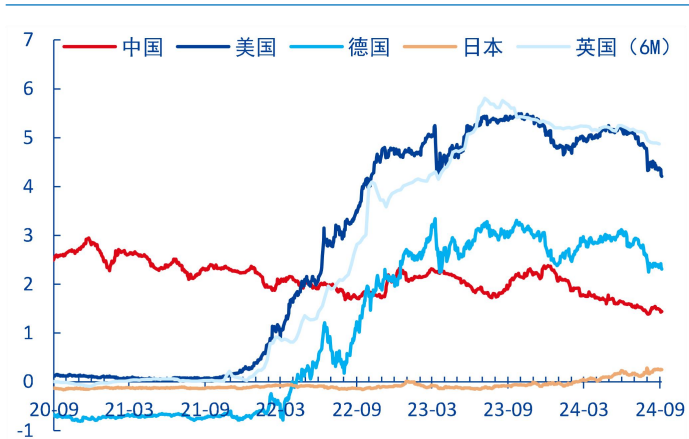
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 21: 中国国债收益率变动幅度: 截至 9 月 5 日, 中债收益率普遍下行



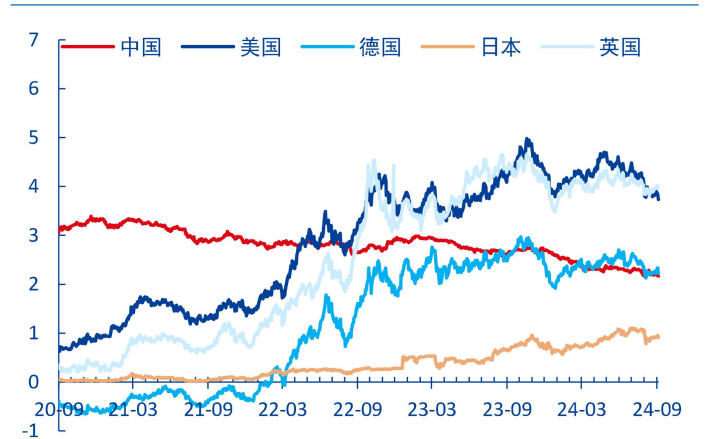
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 22: 本周中债短端收益率下行约 4BP (%)



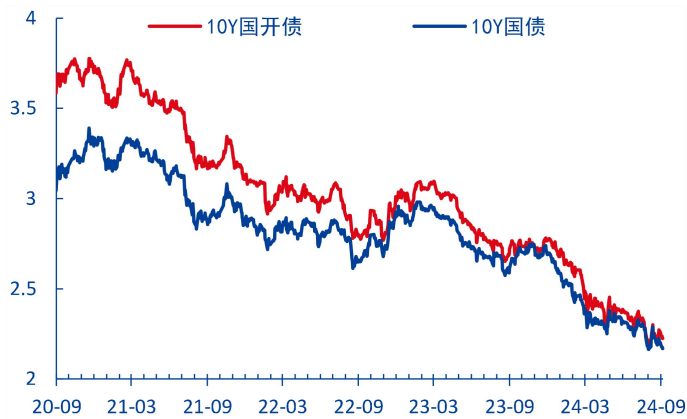
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 中美 10Y 利差有所缩小 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: 10Y 国开债与国债利差持平于上周 (%)



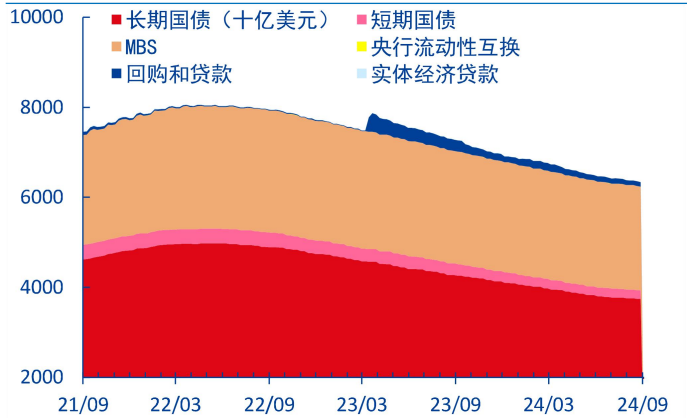
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 25: 3Y 信用利差有所收窄, 1Y 信用利差基本持平 (BP)



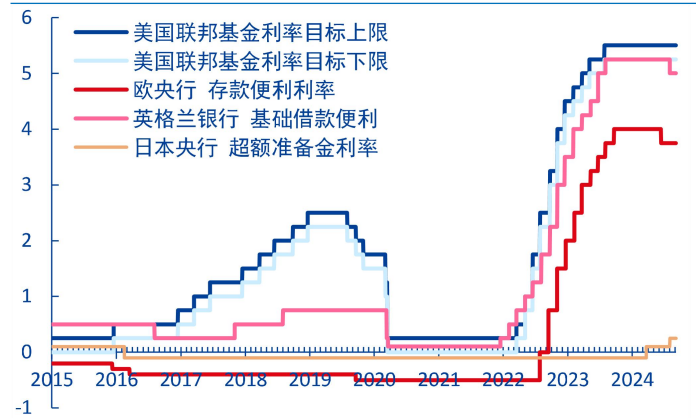
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 26: 美联储本周资产规模有所缩小 (USD bn)



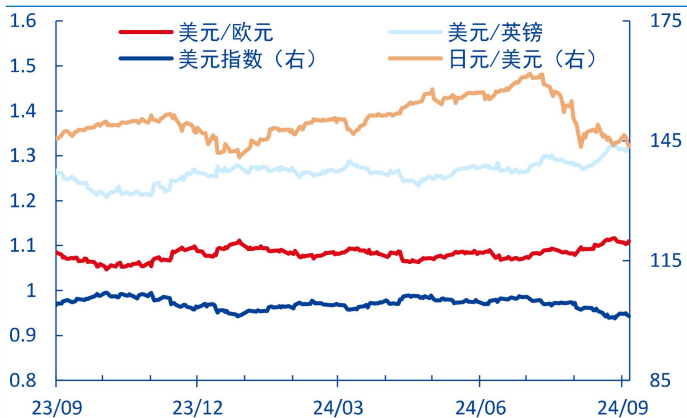
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 27: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 28: 全球汇率: 美元指数再度下行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 29: 人民币小幅贬值



资料来源: CEIC, 华金证券研究所



## 分析师声明

秦泰声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn