



降息未到，还会来吗

2024年9月20日

- 9月20日央行公告，1年期与5年期LPR报价利率均维持不变。9月LPR未调降的事实并不能视为货币宽松的终止，降息、降准、公开市场国债净买入依然是年内央行宽松的三个路径。我们在《美联储50BP的降息开局意味着什么？》的报告中强调，中国央行可能优先采取调降存量房贷利率的行动。该行动落地之后，年内仍可能调降政策利率10-20BP。降息工具的使用可能会给银行净息差带来进一步压力，央行可能使用引导存款利率下调与降准配合使用。

- **为什么调降存量房贷利率可能优先调降政策利率？**

保持正常向上的收益率曲线，避免长债收益率过于快速下行。上周以来10年期国债收益率快速向下突破2.1%，修正了我们前期对于政策利率有可能在9月调降的预期，优先调降存量房贷利率可能是更好的选择。因为相较存量房贷利率，政策利率、LPR对长债收益率的影响更为直接。如果9月央行选择调降政策利率与LPR，可能进一步加速长债利率下行，使原本拥挤的交易进一步聚集。央行保持收益率曲线正常的向上的形态可能有四点考量：保持投资的正向激励、缓解银行净息差、引导通胀预期，实现自主的降息，避免货币政策落后于曲线。

调降存量房贷利率，有利于稳定地产价格、从而促进消费，契合宏观政策转向促消费的取向。根据央行披露测算，目前存量住房贷款加权平均利率高于新发放个人住房贷款利率74BP。较大利差加剧提前还贷，2023年2季度以来，个人住房贷款余额连续5个季度负增长，从高峰的38.9万亿元，累计收缩1.1万亿元。2023年8月，央行已进行一次调降存量首套住房贷款利率的行动，根据央行披露，该次调降达到的效果为“超过23万亿元存量房贷利率下调，平均降幅0.73个百分点，每年减少借款人利息支出约1700亿元，对减少提前还贷、拉动消费增长起到显著作用。”央行本次可能选择类似2023年8月的调降方式，调整存量房贷利率的加点幅度。如果按照两种假设方案分别计算对净息差的影响。方案1：年内一步到位调降70BP，可能带来银行净息差减少8BP左右；方案2：年内调降35BP，剩余的35BP通过存量房贷利率重定价在明年实现，可能带来央行净息差在今年和明年分别减少4BP、4BP。

- **降息、降准何时落地？等待与财政一致性协同，可能选在年内增量财政政策推出之时。如果长债供给高峰到来，可能为央行增持长债创造顺风条件。**

降息工具的使用可能会给银行净息差带来进一步压力，央行可能使用引导存款利率下调、降准予以配合使用。年内降准的幅度可能仍有50BP。从目前财政收支数据来看，今年全年预算收支缺口或在1.55万亿元以上，10月份的人大常委会或是观察增量财政工具出台的重要观察时间节点。如果增量财政工具推出，政府债券密集发行，央行可能会加大公开市场买卖国债操作以及降准，协同发力。降准基于三方面因素考量：1、释放流动性，在政府债券供给

分析师

詹璐

☎: 0755-8345-3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

章俊 首席经济学家

☎: 010-8092-8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

张迪

☎: 010-8092-7737

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

风险提示

1. 政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 政府债券发行超预期的风险
4. 美联储降息超预期的风险

高峰，熨平资金的过度波动；2、年内后续月份 MLF 到期量逐步加大，可能通过降准置换部分到期的 MLF；3、降准节约银行成本，缓解净息差压力。

国债买卖是货币财政交汇点，现阶段买短+卖长并实现净投放可能是主要操作方式。如果长债供给高峰到来，可能为央行增持长债创造顺风条件。

● 对资产价格的影响

10 年期国债收益率：如果中国货币政策按照我们上述路径落地，10 年期国债收益率可能在 2.0%附近波动。可以关注央行后续是否还有借入长债，择机卖出的公开市场操作。这可能对判断可供央行卖出的长债规模有直接影响，从而决定央行对收益率曲线的引导力度。

汇率：美联储 9 月进入降息周期，中美货币政策周期错位终止，汇率压力阶段性解除。在美国经济软着陆的基准假设下，美元下行幅度有限，中国年内降息幅度可能还有 10-20BP，对应年内人民币的波动中枢预计在 7.1。人民币本轮升值是反弹而非反转，如果美国不出现衰退，美元对人民币难以稳定在 7.0 下方。

风险提示

1. 政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 政府债券发行超预期的风险
4. 美联储降息超预期的风险

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊，首席经济学家。

张迪，宏观经济分析师。詹璐，宏观经济分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn