

第一波增量政策的六大关注

——金融支持高质量发展新闻发布会简评



联系人

作者:

中诚信国际 研究院

王晨 chwang01@ccxi.com.cn

卢菱歌 lglu@ccxi.com.cn

汪苑晖 yhwang@ccxi.com.cn

谭畅 chtan@ccxi.com.cn

中诚信国际研究院 执行院长

袁海霞 hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

【中诚信国际】图说利率债（2024年8月）
央行开展国债买卖操作，短期内收益率上下空间均有限，2024年9月

【“7·22”7天逆回购操作利率下调点评】
降息落地 LPR 跟随下调，7天OMO政策利率属性强化，2024年7月

【利率走势上半年回顾与下阶段展望】
央行增设临时利率走廊，下半年收益率区间或为2.1%-2.4%，2024年7月

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731

gzhaoh@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn



9月24日，中国人民银行行长潘功胜在国新办发布会上宣布“一揽子政策”。一是降低存款准备金率和政策利率。近期将下调存款准备金率0.5个百分点，向金融市场提供长期流动性约1万亿元；降低中央银行的政策利率，即7天期逆回购操作利率下调0.2个百分点至1.5%，同时引导贷款市场报价利率和存款利率同步下行，保持商业银行净息差的稳定。二是降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点；统一首套房、二套房的房贷最低首付比例，将后者由当前的25%下调到15%等。三是创设两项新的货币政策工具。创设证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持专项再贷款两项货币政策工具，支持股票市场稳定发展。对此我们点评如下：

一、经济承压下降准降息具有必要性，美联储降息也为本次操作打开空间

从近期经济数据看，8月宏观经济数据较7月边际走弱，需求疲弱对于生产的拖累延续显现，并且拖累幅度有所加大。从需求端看，基础设施建设投资增速边际走低，8月基础设施投资（不含电力）累计同比增长4.4%，较前值走低0.5个百分点；房地产开发投资跌幅尚未收窄，8月房地产开发投资累计同比下降10.2%，房地产市场的深度调整仍在延续；第三产业固定投资增速连续3个月为负，且跌幅扩大；社会消费品零售总额增速未能延续7月份的改善态势，商品零售同比增速再次降至2%以下。从供给看，8月工业增加值较7月回落0.6个百分点，终端消费对于生产端的拖累或在加大；在此背景下，四季度“保五”的压力较大。从价格水平看，8月PPI当月同比跌幅有所扩大，较前值扩大1个百分点至-1.8%，CPI同比增速较前值回升0.1个百分点至0.6%，仍处于历史较低水平，价格水平持续低位。在经济修复承压背景下，支持性货币政策仍需继续发力，为实体经济复苏提供适宜的金融环境，此时降准降息具有一定必要性。此外，8月以来，

英国、加拿大、欧洲央行等相继降息，全球货币政策转向宽松；9月美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调为4.75%至5%，即降息50个基点，这是美联储自2020年3月以来的首次降息，为我国货币政策进一步宽松提供了一定空间¹，此时降准降息或是较为合适的窗口期。

二、超预期降息释放积极政策信号，进一步推动实体融资成本下行

此前市场普遍预期降准即将落地，此次宣布降准50BP且下调OMO利率20BP，降息幅度为2021年以来最大降幅，超出市场预期，释放积极政策信号，有利于提振市场信心，进一步刺激实体融资需求，并继续降低企业和居民融资成本。从金融数据看，8月社融增加3.03万亿元，同比少增902亿元；社融存量增速为8.1%，较上月回落0.1个百分点，同比下行0.9个百分点，“信贷拖累新增社融，政府债券支撑新增社融”格局持续，实体融资需求低迷态势依然延续，此时降准降息释放积极政策信号，有利于提振市场信心，刺激实体融资需求。同时，此前央行在8月金融数据解读中表示，将“进一步降低企业融资和居民信贷成本，保持流动性合理充裕”，房地产、地方化债、重点领域风险化解仍需低利率环境配合，降成本或仍是央行货币政策操作的重要目标。但从银行净息差来看，二季度商业银行净息差为1.54%，远低于“《金融机构合格审慎评估标准（2023年版）》净息差 $\geq 1.80\%$ 时，该项考核可得100分”的标准，商业银行仍面临的一定的净息差压力，实体融资成本继续下降或存在一定的堵点。此次OMO利率下降后，将会带动MLF利率下调大概在0.3个百分点，LPR、存款利率等也将随之下行0.2到0.25个百分点，有利于降低银行负债成本，进一步推动企业和居民资金成本下行。

三、降准释放万亿长期资金，有助于缓解银行资金压力，平抑后续增量政策可能带来的流动性波动

4月监管打击“手工补息”以来，银行存款搬家现象明显，银行缺负债压力逐步显现，4-8月银行新增存款为1.64万亿元，较去年同期下降超3万亿元；同时，从资金利率看，DR007和R007利差有所收窄，二季度利差较一季度收窄19.25BP至6.66BP，7-8月利差月度均值仍保持在6.6BP、9.1BP的低位，叠加近期同业存单利率有所上行，一定程度上也反映出银行存款向理财等非银机构流动，银行面临一定的缺负债压力，此次降准0.5个百分点、释放长期资金约万亿元，为银行提供了长期稳定的资金来源，有利于缓解存款搬家而带来的负债压力。同时，截至8月底新增专项债完成66%，后续地方债仍有一定供给压力，或对银行间流动性形成一定扰动；7月政治局会议表示，“宏观政策要持续用力、更加给力”“要加强逆周期调节”“及早储备并适时推出一批增量政策举措”等，后续（准）财政政策也有望继续发力，

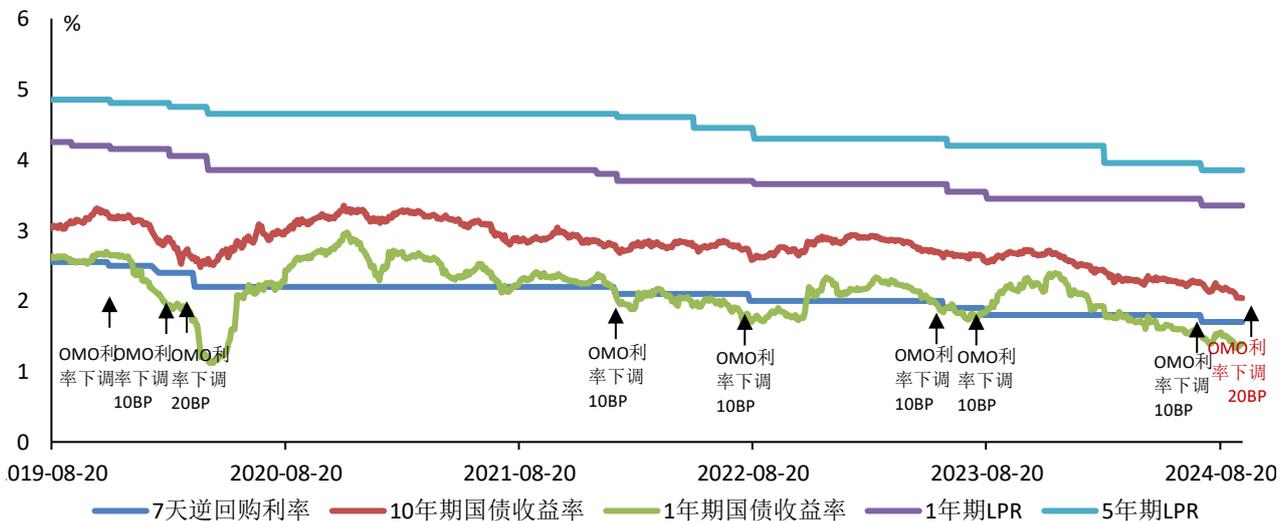
¹ 参见中诚信国际报告《美联储降息落地，开启宽松周期有何影响？》

年内或仍调整预算赤字率、增发特别国债、增加政策性金融工具等可能性，此时宣布降准、并视时进一步再下调0.25-0.5个百分点，也有利于平抑财政政策发力带来的流动性扰动。

四、短期内提振市场情绪，10年期国债收益率下行幅度或低于降息幅度

从历史看，降准降息对收益率的影响多数为下行，但影响程度或还取决于市场环境。以2020年疫情期间降息为例，三次降息均带动国债收益率下行，但由于一系列政策作用影响，经济逐步回暖，4月14日降息后，市场反应较为平淡，调降政策利率20个基点仅带动10年期国债收益率下行5BP左右；而在2022年1月17日降息后，由于经济下行压力加大，且央行持续强调引导市场利率围绕政策利率波动，国债收益率下行幅度基本与降息幅度持平。此次降准降息联合操作，且降息幅度超过市场预期，将带动短期内10年期国债收益率下行。但目前10年期国债收益率约为2.04%左右，考虑此前收益率已下行幅度较多，或已经包含小幅降息预期，此次降息落地后，部分投资者或止盈了结；同时，央行首次创设结构性货币政策工具支持股票市场稳定发展，包括创设股票回购增持再贷款以及证券、基金、保险公司互换便利，市场风险偏好或有所回升，部分资金可能更倾向于布局权益资产，对利率债收益率的影响或较为有限，10年期国债收益率下行幅度或低于降息幅度。

图1：降息对10年期国债收益率的影响



数据来源：Wind, 中诚信国际研究院整理

五、调降存量房贷利率和统一首付比例，释放稳楼市稳预期信号

在房贷方面，央行宣布将降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例。近两年央行推动商业银行有序降低存量房贷利率，而部分存量贷款利率受制于加点等，利率下降幅度有限，

在新发放贷款利率减点幅度扩大的情况下，新老房贷利率差异较大，尤其是北上广深等一线城市。此次央行拟指导将存量房贷利率降至新发放贷款利率附近，预计平均降幅在 0.5 个百分点左右。这有利于进一步降低借款人房贷利息支出，减轻资金压力，对促进消费和投资有一定支撑作用；同时也有利于减少提前还贷行为，缓和银行资产端和盈利面临的压力。银行同时还宣布统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由当前的 25% 下调到 15%，进一步降低改善性需求的购房门槛，向改善性住房需求释放政策暖意，有利于加快释放潜在购房需求。整体来看，此次央行再次释放稳楼市、稳预期的积极信号，或有助于提振市场情绪、推动房地产市场行情改善；同时有利于引导商业性个人住房贷款借贷双方有序调整优化资产负债表，规范住房信贷市场秩序。

但客观而言，目前我国房地产市场供求关系发生变化，房地产市场逐渐步入存量时代，行业仍在底部运行。1—8 月份，全国房地产开发投资同比下降 10.2%；从开工情况来看，1—8 月份，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 12%；销售方面，新建商品房销售面积同比下降 18%，而商品房待售面积同比增长 13.9%。在居民对房地产信心尚未完全修复的情况下，房地产市场表现仍较疲弱，企业的资金回流仍承压，房地产企业在债券市场的信用风险演变也值得重点关注。四季度房企面临近 600 亿元的信用债到期及回售压力；同时房企展期风险继续累积，年内房地产行业债券展期规模约 212 亿元，后续展期债券兑付亦存在较大不确定性，仍需对房地产企业风险出清和化解进度保持关注。

六、创设新货币政策工具，提升资本市场流动性，有望带动盘活存量债券资产

值得关注的是，央行提出要创设两项新的货币政策工具支持股票市场稳定发展，这也是央行第一次创新结构性货币政策工具支持资本市场。其中，央行提出创设的证券、基金、保险公司互换便利这一工具，可以债券、股票 ETF、沪深 300 成分股等资产作为抵押，从中央银行换入国债、央行票据等高流动性资产，通过这项工具所获取的资金用于投资股票市场。互换便利首期操作规模为 5000 亿元，未来将视情况扩大规模。一方面，新的货币政策工具有望促进机构资金获取能力的提升，以债券作为抵押资产将有助于盘活存量债券流动性。通过与央行“以券换券”，非银机构可以获得更高质量和更高流动性的资产，央行也通过互换便利创设直达非银机构的投放渠道，也有助于提高相关机构的资金获取能力。这也体现了央行对资本市场的呵护，有着较强的信号意义，有助于促进相关机构加大投资、提高资本市场的活跃程度。目前央行尚未明确可以抵押的债券范围等操作细则，不排除会将中高等级信用债纳入其中，这或盘活存量债券，拓展信用债的应用场景，对符合条件的信用债需求有一定支撑。另一方面，也有助于加强股债联动，通过创新型工具推动机构融资方式的多元化程度，加大各类证券在融资中的应用，助力提升资本市场效能、助力经济的高质量发展。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>