

总量研究

为什么我们认为四季度可能会降息？

——货币政策前瞻系列四

要点

核心观点：目前我国的经济基本面仍在复苏趋势之中，但复苏结构上存在着明显的不均衡现象。向前看，支撑经济总量复苏的出口与房地产投资在四季度将会面临下行压力，而制造业投资、基建投资及消费的复苏态势仍然较为缓慢。因而，后续经济增速将会面临一定的下行压力，尤其是在今年四季度之后。同时，考虑到未来美联储进入加息周期，人民币的加息空间并不充足，政策周期错位大概率会加剧我国资本外流以及汇率贬值的压力。

在此背景下，在经济增速下行压力较大的四季度择机下调政策利率，不仅有助于缓解经济增速下行压力，也可以为将来兼顾内外平衡创造空间，同时可以收敛日益分化的市场与政策利率的利差，增强政策利率传导的有效性。

复苏结构不均衡，四季度面临下行压力

疫后经济增速持续修复至潜在产出水平附近，但基本面复苏结构明显失衡。向前看，结构上的不均衡问题仍将持续存在，四季度经济增速趋缓的压力也将逐步显现。一，出口是去年以来总量修复的主要支撑因素，但今年四季度可能会面临一定的下行压力。二，房地产投资增速承压，制造业与基建投资延续弱复苏。三，消费延续弱复苏，服务性消费的复苏是一个较为缓慢的过程。四，经济复苏在省级行政区域间的分化较为明显，中部区域相对较为薄弱。五，总体失业率已经明显下行到了政策阈值之下，但就业结构仍需改善。

兼顾内外平衡需要提前预留政策空间

回溯来看，美国加息周期往往会加大我国资本外流以及汇率贬值的压力，而政策周期的错位无疑会加大这种压力。疫情冲击下，美联储连续下调了 150BP 政策利率，人民银行仅下调了 30BP 政策利率。若美联储未来开启加息周期，在当前我国潜在经济增速仍处于下行的阶段，在出口及房地产投资增速承压的当下，基本面并不支持人民银行上调政策利率。在这种背景下，如果类似于 2012-2015 年，在美联储开启加息周期之前，预先在经济增速下行压力较大的阶段下调政策利率，为后续政策操作预留空间，至少是人民银行的备择选项之一。

市场利率已经走在了政策利率之前

春节以来，1 年期国债与 MLF 利差逐渐走阔，10 年期国债收益率甚至与 1 年期 MLF 利率开始呈现倒挂。不可否认的是，春节以来 10 年期国债收益率的下行，主要得益于短端利率的持续下行；而短端利率下行的动力，则主要来自于平稳价廉的资金环境。但在 7 月初资金面波动加大且资金利率明显上行的环境下，长、短端利率仍然延续了下行趋势，表明市场对于利率下行的信心较为充足。在政治局会议提出“使经济在恢复中达到更高水平均衡”的要求，以及人民银行面临兼顾内外平衡、保持人民币汇率基本稳定的背景下，在经济增速面临下行压力期间小幅调降政策利率，不仅可以预留充足的加息空间，也可以收敛市场与政策利率的利差。

通胀与金融风险总体可控

一，当下工业品通胀主要源于外部因素与供给收缩，预计下半年将会趋于回落，政策宽松带来的通胀风险较小。二，面对“三道红线”及“严查经营贷购房”等政策高压，资金难以流向房地产领域，政策宽松催生房地产泡沫的风险并不大。三，国内金融资产价格已经横盘调整多时，叠加市场利率已经走在了政策利率之前，下调政策利率未必能够牵引市场利率进一步下行，因而助推金融资产估值泡沫的风险可控。另外，市场利率维持低位也有助于降低政府融资负担。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：刘文豪

021-52523802

liuwuh@ebsecn.com

相关研报

全面降准，央行亮剑——7 月 9 日全面降准点评（2021-07-10）

降准箭在弦上——7 月 7 日国常会降准信号点评（2021-07-08）

如何看待下半年利率走势？——光大宏观周报（2021-07-04）

美联储的抉择：加息减速，缩减加速——美联储观察系列一（2021-06-28）

企业信贷持续强劲，社融回落速度将趋于收敛——2021 年 5 月金融数据点评（2021-06-10）

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报（2021-06-06）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

年内消费能恢复到疫情之前吗？——《见微知著》第二篇（2021-05-18）

新增社融读数不佳，究其缘由实则不弱——2021 年 4 月金融数据点评（2021-05-12）

外部扰动影响有限，政策基调延续稳健——2021 年一季度货币政策执行报告点评（2021-05-12）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

一、复苏结构不均衡，四季度面临下行压力	4
二、兼顾内外平衡需要提前预留政策空间	7
三、市场利率已经走在了政策利率之前	10
四、通胀与金融风险总体可控	11

图目录

图 1：经济增速持续修复至潜在产出水平附近，但基本面复苏结构明显失衡	4
图 2：美国自中国进口份额基本回落到疫情之前	5
图 3：新出口订单已经开始回落，在手订单支撑有限	5
图 4：房地产企业的融资渠道明显受阻	5
图 5：2020 年以来一般债及置换债到期压力较大	5
图 6：消费的弱复苏主要源于服务性消费的疲弱	6
图 7：服务业 PMI 持续景气的背景下从业人员持续收缩	6
图 8：2021Q1 各省级行政区经济增速分化较大	6
图 9：2021Q1 各省级行政区经济增速与疫情前差值分化明显	6
图 10：总体失业率处于政策容忍阈值之下	7
图 11：16-24 岁人口调查失业率疫后迟迟未能恢复	7
图 12：2012-2015 年，人民银行为预留充裕的政策空间，连续八次下调政策利率	8
图 13：美国加息周期中我国外汇储备呈现大幅净流出状态	8
图 14：美联储加息周期下，人民币汇率面临较大的贬值压力	8
图 15：美国 2021 年一季度产出缺口已基本修复	9
图 16：美国失业人数明显下行	9
图 17：美国主要通胀指标均触及金融危机以来最高水平	9
图 18：联邦储备系统中的鹰派力量逐渐增强	9
图 19：1 年期国债与 MLF 利差逐渐走阔	10
图 20：10 年期国债利率开始与 MLF 利率倒挂	10
图 21：春节以来，银行间市场资金价格总体处于低位	11
图 22：春节以来，银行间资金价格波动率明显缩小	11
图 23：下游需要不强，工业品通胀难以传导至消费品	11
图 24：年初各地区“碳达峰、碳中和”规划措施整理	11
图 25：PPI 同比增速的大幅上行主要源于定价权在海外的原油价格同比增速大幅上行	12
图 26：房地产公司主要融资渠道多受到限制下行	13
图 27：受房地产融资调控影响，信托贷款规模持续收缩	13
图 28：国内主要股票市场指数均已横盘调整多时	13
图 29：2020 年以来公共财政支出中债务付息部分大幅增长	13

表目录

表 1：房地产公司融资的三道红线	12
------------------------	----

近期，随着全面降准的信号释放及落地，市场对于我国央行是否会进一步降息的关注与讨论日渐增多。本文尝试着从经济基本面、中美政策周期错位下的内外平衡、政策利率与市场利率分歧的收敛以及资产泡沫风险四个角度，探讨未来一年左右的时间内，央行调降政策利率的可能性。

一、复苏结构不均衡，四季度面临下行压力

疫后经济增速持续修复至潜在产出水平附近，但基本面复苏结构明显失衡。向前看，结构上的不均衡问题仍将持续存在，四季度经济增速趋缓的压力也将逐步显现。

从总量层面来看，今年一、二季度实际 GDP 两年复合同比增速分别为 5.0%、5.5%，与去年四季度 6.5% 的同比增速相比，已有所回落。生产法来看，主要的支撑项来源于第一产业与第二产业，以服务业为代表的第三产业的恢复速度则相对较为缓慢。支出法来看，主要支撑项来自于出口及投资增速的快速修复，以社零为代表的消费恢复的则较为缓慢，尤其是社零中以餐饮收入为代表的服务业消费恢复情况较差。

图 1：经济增速持续修复至潜在产出水平附近，但基本面复苏结构明显失衡

单位：%		2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12
项目	口径	2020年-2021年两年复合平均同比增速							当年同比增速											
实际GDP同比	当季同比	5.5			5.0			6.5			4.9			3.2			-6.8			5.8
第一产业	当季同比	5.4			2.3			4.1			3.9			3.3			-3.2			3.4
第二产业	当季同比	6.1			6.0			6.8			6.0			4.7			-9.6			5.0
工业增加值	当月同比	6.5	6.6	6.8	6.2	6.3	9.5	7.3	7.0	6.9	6.9	5.6	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	-25.9	-4.3	6.9
第三产业	当季同比	5.1			4.7			6.7			4.3			1.9			-5.2			6.9
出口	当月同比	15.1	11.1	16.8	10.3	23.0	10.0	18.1	20.5	10.9	9.4	9.1	6.8	0.2	-3.5	3.0	-6.9	-40.6	-2.9	8.1
进口	当月同比	18.8	12.4	10.7	16.8	12.5	5.4	7.0	4.3	4.7	13.3	-1.7	-0.8	3.2	-16.4	-14.4	-1.4	7.6	-12.7	16.7
固定资产投资	当月同比	-12.8	-10.0	-5.8	-5.7	0.4		8.9	-28.8	-5.9	-4.8	-4.1	-4.4	1.1	0.9	-2.2	-10.9	-25.7		-32.6
制造业投资	当月同比	6.0	3.7	3.4	-0.3	-3.0		10.2	12.5	3.7	3.0	5.0	-3.1	-3.5	-5.3	-6.7	-20.6	-31.5		9.2
房地产投资	当月同比	7.2	9.0	10.3	7.7	7.6		9.3	10.9	12.7	12.0	11.8	11.7	8.5	8.1	7.0	1.1	-16.3		7.4
广义基建投资	当月同比	3.9	3.4	3.8	5.8	-0.7		4.3	5.9	7.3	4.8	7.0	7.7	8.3	10.9	4.8	-8.0	-26.9		2.0
狭义基建投资	当月同比	2.6	2.8	2.4	5.6	-2.4		-0.1	3.5	4.4	3.2	4.0	7.9	6.8	8.3	2.3	-11.1	-30.3		1.9
社零	当月同比	4.9	4.5	4.3	6.3	3.1		4.6	5.0	4.3	3.3	0.5	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5		8.0
社零-商品零售	当月同比	5.3	4.9	4.8	6.9	3.8		5.2	5.8	4.8	4.1	1.5	0.2	-0.2	-0.8	-4.6	-12.0	-17.6		7.9
社零-餐饮收入	当月同比	1.0	1.3	0.4	1.0	-2.0		0.4	-0.6	0.8	-2.9	-7.0	-11.0	-15.2	-18.9	-31.1	-46.8	-43.1		9.1

资料来源：Wind，光大证券研究所

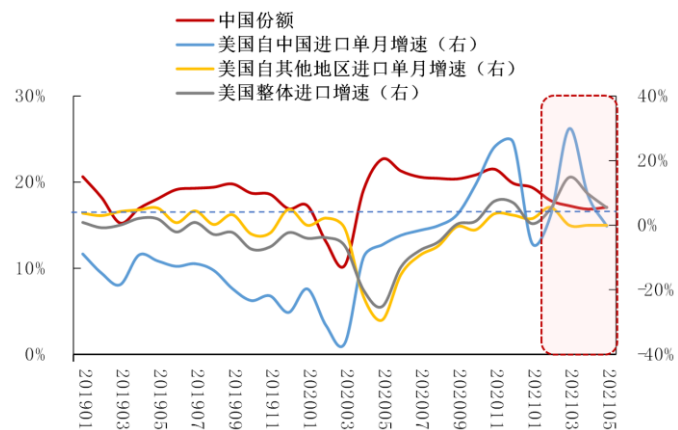
一则，出口是去年以来总量修复的主要支撑因素，但今年四季度可能会面临一定的下行压力。

首先，我们可以看到，今年以来出口两年复合同比增速总体上是延续回落趋势，这主要源于中国出口份额占全球贸易份额的持续回落。以美国为例，2020 年中国对美出口享受了份额上升和需求回升的双重推动，2020 年 11 月以来中国所占份额持续下滑，对美出口上行主要来源于美国总需求的回升。2021 年 5 月，中国在美国总进口的份额已经降至 17%，低于 2019 年(18%)。

在全球贸易中份额回归常态，意味着我国出口的后续支撑将逐渐由份额的提升，切换至全球总需求的提升。展望来看，欧美发达国家疫后需求端率先恢复，后续进一步带动全球总需求快速扩张的动能相对有限。但随着疫情的进一步趋缓，欧

美供给端仍有很大的改善空间，这将对我国出口份额形成进一步的挤压。今年一季度以来，PMI 指数中的新出口订单分指数持续回落便是较好的印证。根据我们的估测，欧美等经济体将在三季度逐步实现群体免疫，预计四季度欧美等经济体的供给产能将会进一步恢复，在去年高基数的背景下，我国出口增速将会面临一定的下行压力。

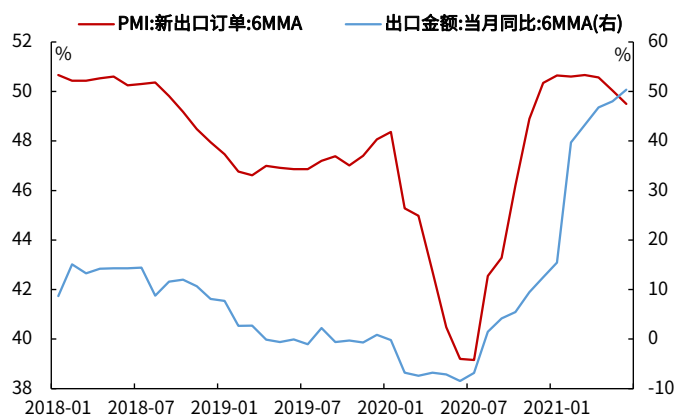
图 2：美国自中国进口份额基本回落到疫情之前



资料来源：USITC，光大证券研究所

数据截至 2021 年 6 月

图 3：新出口订单已经开始回落，在手订单支撑有限



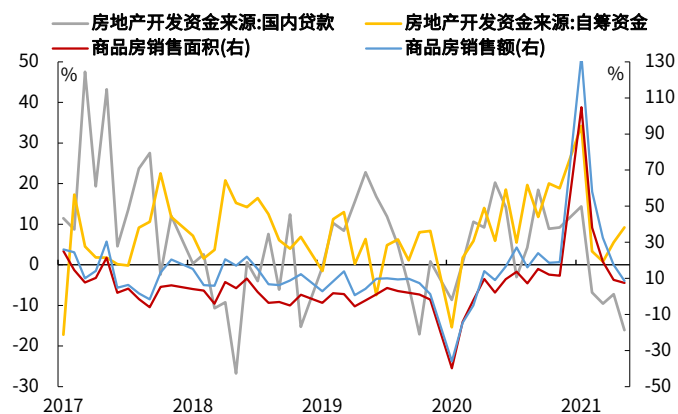
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 6 月

二则，房地产投资增速承压，制造业与基建投资延续弱复苏。一方面，在地产“三道红线”、防范信贷资金违规流入房地产业等持续政策高压下，房地产企业的各项融资渠道多呈现不同程度下滑，叠加房地产销售增速也已呈现放缓态势，预计后续房地产增速大概率将会延续下行走势。

另一方面，我们可以观察到，今年以来，无论是广义基建投资，还是狭义基建投资，一直处于相对疲弱状态。这在一定程度上源于，上半年的经济托底压力不大，以及地方政府债券的滞后发行。随着三季度地方政府债券发行提速，预计基建具备较强的支撑，但考虑到政策层面对于专项债项目的监管趋严，并且地方政府存量债务到期压力明显增大，约束地方财力扩张空间，基建投资增速的反弹空间也在一定程度上受到限制。

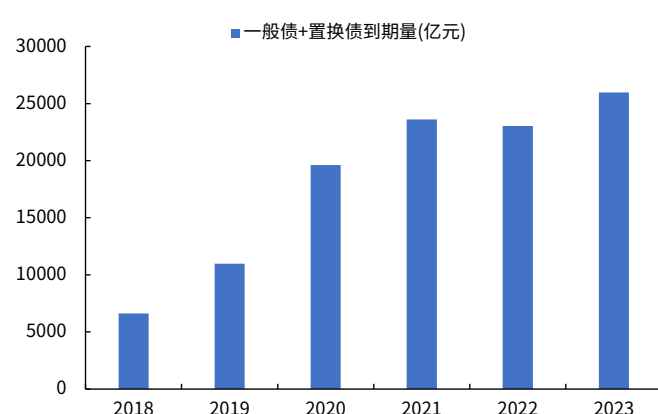
图 4：房地产企业的融资渠道明显受阻



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 6 月

图 5：2020 年以来一般债及置换债到期压力较大

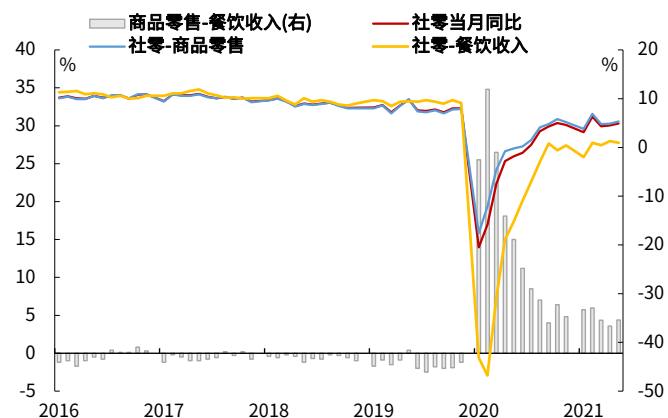


资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：2021-2023 年到期数据是在没有新增债到期假设下，根据截至 2021 年 6 月 30 日的已发债数据测算的估算值

三则，消费延续弱复苏，服务性消费的复苏是一个较为缓慢的过程。疫后，社零等消费数据总体呈现缓慢复苏态势，细分来看，社零中表征商品消费的商品零售恢复较快，而表征服务性消费的餐饮收入则恢复较为缓慢，并且与疫情前的缺口较大。向前看，我们认为消费仍将呈现弱复苏态势，消费的复苏主要受到两个方面的制约：一是，突如其来的疫情显著提升了居民的储蓄意愿，收入信心及消费意愿的复苏将会是一个相对缓慢的过程；二是，复苏相对缓慢的服务性消费的制约不在需求端，更多源于供给端，疫情冲击下，许多以服务性消费为主的小微企业永久性的退出了市场，服务性消费的供给恢复也是一个较为缓慢的过程。

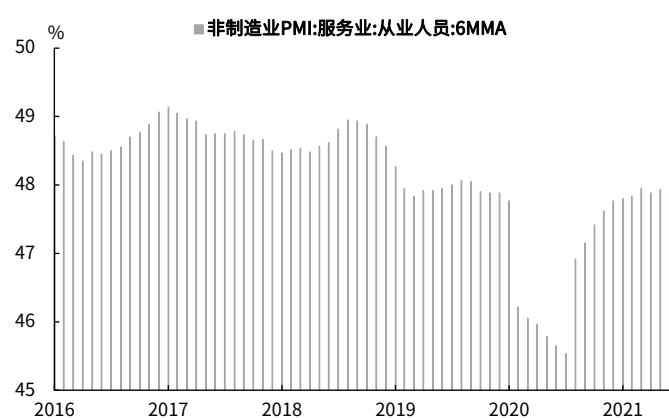
图 6：消费的弱复苏主要源于服务性消费的疲弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 6 月

图 7：服务业 PMI 持续景气的背景下从业人员持续收缩



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 6 月

四则，经济复苏在省级行政区域间的分化较为明显，中部区域相对较为薄弱。我们以 2021 年一季度的两年复合 GDP 同比增速与 2019 年一季度的 GDP 同比增速差，表征省级行政区的经济复苏情况。可以发现，截至 2021 年一季度，经济复苏在省级行政区域间的分化较为明显，如海南省、西藏自治区、吉林省及江苏省等四个省区的经济增速，已经恢复至 2019 年的经济增速水平之上；而湖北省、辽宁省、河南省及云南省等四个省区的经济增速，则距离 2019 年的经济增速水平仍有 3 个百分点以上的差距。

图 8：2021Q1 各省级行政区经济增速分化较大



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 3 月

数据说明：受限于统计数据完整度，图示并未标示中国完整领土，GDP 增速为 2021 年一季度的两年复合 GDP 同比增速

图 9：2021Q1 各省级行政区经济增速与疫情前差值分化明显



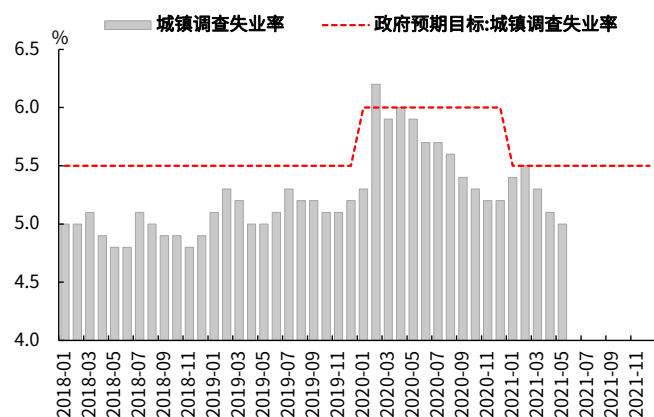
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 3 月

数据说明：受限于统计数据完整度，图示并未标示中国完整领土，GDP 增速差为 2021 年一季度的两年复合 GDP 同比增速与 2019 年一季度的 GDP 同比增速之差

五则，总体失业率已经明显下行到了政策阈值之下，但就业结构仍需改善。从城镇调查失业率来看，自今年2月份以来，总体失业率一直处于5.5%的政策容忍线以下。但从结构上来看，16-24岁人口与25-59岁人口的失业率自今年2月以来呈现持续分化。6月份25-59岁人口的调查失业率为4.2%，16-24岁人口的调查失业率为15.4%。从季节性来看，16-24岁人口调查失业率明显高于往年同期，6月份已经触及2020年同期。因而，16-24岁人口调查失业率迟迟未能恢复，不仅仅要归咎于应届生毕业季的季节性走高，也有就业结构恢复不均衡的因素。

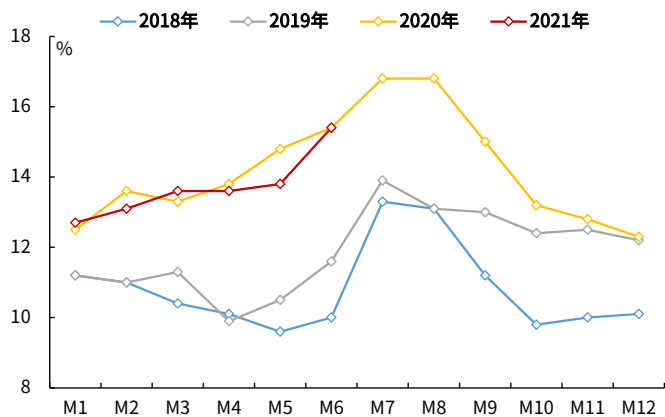
图 10：总体失业率处于政策容忍阈值之下



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 5 月

图 11：16-24 岁人口调查失业率疫后迟迟未能恢复



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 6 月

总体来看，目前我国的经济基本面仍在复苏趋势之中，但复苏结构上存在着明显的不均衡现象。向前看，支撑经济总量复苏的出口与房地产投资在四季度将会面临下行压力，而制造业投资、基建投资及消费的复苏态势仍然较为缓慢。因而，后续经济增速将会面临一定的下行压力，尤其是在今年四季度之后。

另一方面，我国当前经济复苏的失衡，不仅仅体现在消费的复苏滞后于净出口与投资，服务业的复苏滞后于农业与工业，在区域与就业层面同样存在较为严重的失衡现象。综合来看，我们认为从经济基本面来看，至少货币政策不具备收紧的条件，至于是否需要进一步宽松，则取决于后续经济增速的下行压力与失衡情况。

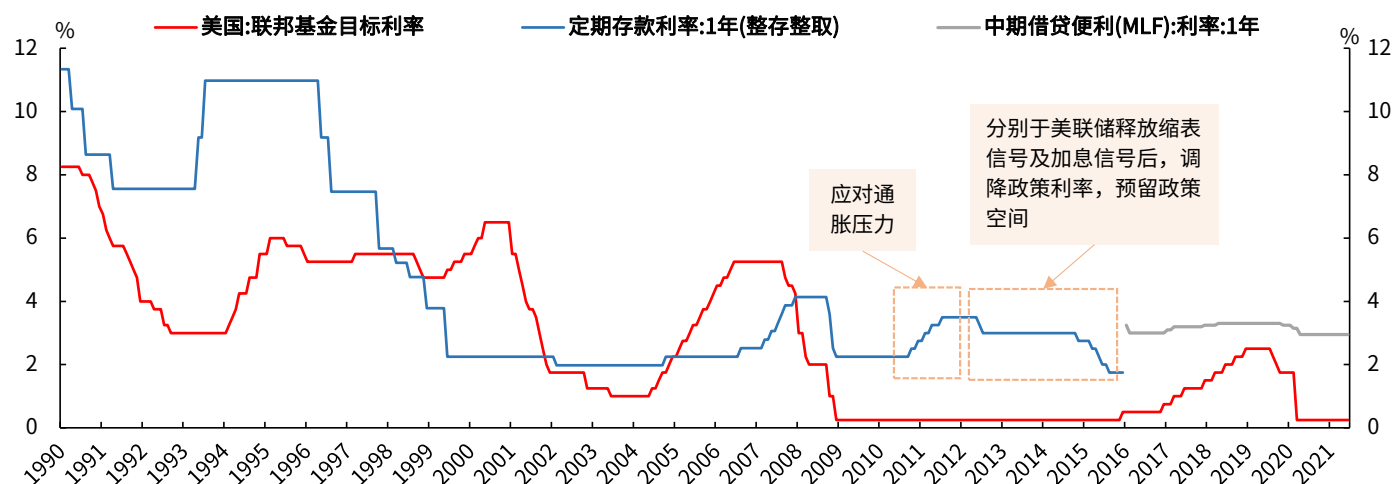
二、兼顾内外平衡需要提前预留政策空间

2012-2015 年，人民银行为预留充裕的政策空间，连续八次下调政策利率。回溯来看，可以看到 2008 年之前，中美的加息周期与降息周期基本是一致的。在 2008 年金融危机之后，由于我国经济增速率先走出金融危机，并于 2009 年四季度基本回到潜在增速附近。2010 年 7 月开始，我国 CPI 同比增速开始持续突破 3%，并于 10 月份突破 4%，面对持续高走的通货膨胀，人民银行脱离美国政策周期开启了一轮较为独立的加息周期。

即便如此，我们注意到，在美国开始加息周期之前，我国于 2012 年 6 月开始连续 8 次调降政策利率，合计调降 150BP。并在美国开启加息周期之后，跟随加息，虽然加息的次数及幅度远低于美国，但总体而言，并未在美国进入加息周期

的时候进行与之相反的政策操作，并且在此之前，为调升政策利率预留了充足的空间。

图 12：2012-2015 年，人民银行为预留充裕的政策空间，连续八次下调政策利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 6 月

美国加息周期往往会伴随着我国资本外流与汇率贬值压力，政策周期的错位无疑会加大这种压力。回溯来看，2015 年 12 月美联储开启加息周期之后，由于美元升值及中美利差回落等因素，人民银行外汇占款持续大幅净流出，人民币汇率出现较大贬值压力。可以看到，即便中美同时处于加息周期，但由于人民银行加息的频数与幅度均不及美联储，资本外流及汇率贬值的压力仍然难以避免，若当时中美不处于相同的政策周期，资本外流及汇率贬值的压力无疑会更大。

图 13：美国加息周期中我国外汇储备呈现大幅净流出状态

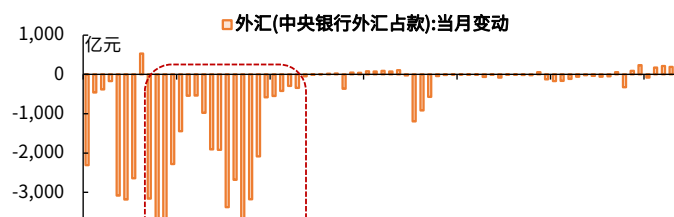
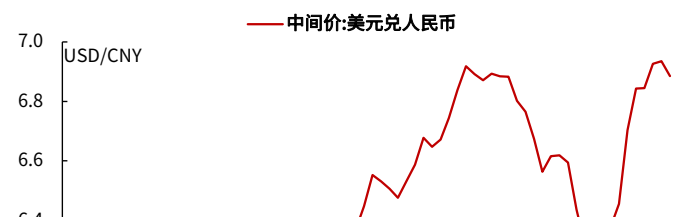


图 14：美联储加息周期下，人民币汇率面临较大的贬值压力



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_22341

