



宏观专题报告

流动性缺口扩张、“降准”时点或前置

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

《德邦证券宏观专题：美联储货币政策框架和利率体系》

《德邦证券宏观专题：本轮 taper 如何循序渐“退”》

《年底 taper 预期升温：7月 FOMC 纪要速评》

投资要点：

- 未来 4 个月“降息”概率依然较低，“降准”时点或前置至 9 月。8 月份引起债券收益率颠簸起伏的各种因素，核心还是聚焦于未来货币政策的实际走向，而央行货币政策实践从 2020 年以来明晰地分为：“价格型工具”指向“降息”、“数量型工具”指向“降准”调节以及强调直达实体经济各种创新型政策工具。我们认为在当前经济未有失速风险、通胀率和利率匹配的情况下，“降息”短期兑现的概率较低。但是未来 4 个月流动性缺口扩张或导致“降准”时点前置；同时在“宽信用”扩张信贷推动资金流向政策重点扶持的行业和领域方面，增量加码“再贷款/再贴现”或新增支持“碳减排”的绿色金融定向工具会继续是信贷政策的题中之意。
- 9 月份单月流动性缺口达到 1.6 万亿、10 月至 11 月是相对的“低谷”。从流动性层面来看，9 月份地方政府专项债发行继续提速，体现为实际发行和计划发行的比值扩大甚至达到完全发行，以及 9 月 MLF 到期等因素将带来约 1.6 万亿的流动性缺口，而债券市场普遍认同因为第四季度将有 2.45 万亿 MLF 到期，央行四季度“降准”更有针对性，但是我们认为和 9 月与 12 月相比，10 月至 11 月是流动性缺口的“低谷”，从政策对冲的角度来看，与其 10 月至 11 月“降准”，不如在 9 月流动性缺口扩张的作用下，前置“降准”的时间点，因此我们认为不排除 9 月份即出现“降准”的可能。
- 市场启示：“降准”支撑债券市场走牛。从基本面支撑来看，“经济前景下行+通胀度过高点+货币政策宽松+净值化转型最后期限”组合下，债券资产仍有做多的基础。下半年经济增速转弱和货币政策维持流动性供给充裕“封顶”收益率的上限，短期因担忧 9 月至 12 月地方政府专项债和国债发行迎来小高峰，以及监管层强调净值化转型最后期限可能在 10 月底前带来结构性抛压，债券市场资金选择短暂观望，但是 8 月下旬以来公募基金纯债产品选择渐渐拉长久期表明相对看多中长期债券资产表现，等待货币政策加码宽松引导债券收益率破局下行的机会。
- 风险提示：（1）8 月制造业 PMI 中的原材料购进价格和工业品出厂价格依旧维持在高位，指向中观经济的“通胀”压力并未完全缓解，若三季度至四季度通胀率“二次冲高”，或狙击央行货币政策宽松的节奏。（2）尽管疫情的经济效应在逐步消退，但是秋冬季降温之后或再度诱发零星病例出现，疫情的影响还尚未完全消失。



内容目录

1. “价格型工具”：未来 4 个月“降息”概率依然较低	3
2. “数量型工具”：“降准”时点或前置至 9 月	5
2.1. 9 月份财政融资小高峰	5
2.2. 9 月至 12 月基础货币到期量偏高	6
2.3. 流动性缺口有波峰低谷、“降准”时点或前置	6
3. “创新型工具”：关注增量再贷款/再贴现操作	7
4. 市场启示：“降准”在债券市场形成支撑	8
5. 风险提示	8

图表目录

图 1：8 月制造业和服务业 PMI 就业分项尚未有失速风险	4
图 2：实际通胀率和利率体系匹配降低“降息”可能	4
图 3：2021 年 9 月至 12 月有高达 3 万亿 MLF 到期	6
图 4：2021 年 9 月至 12 月有高达 3 万亿 MLF 到期	7
图 5：“降准”周期沪深 300 指数倾向上行	8
图 6：“降准”释放流动性、支撑债券市场长牛	8
表 1：2021 年 8 月至 12 月利率债发行预测	5

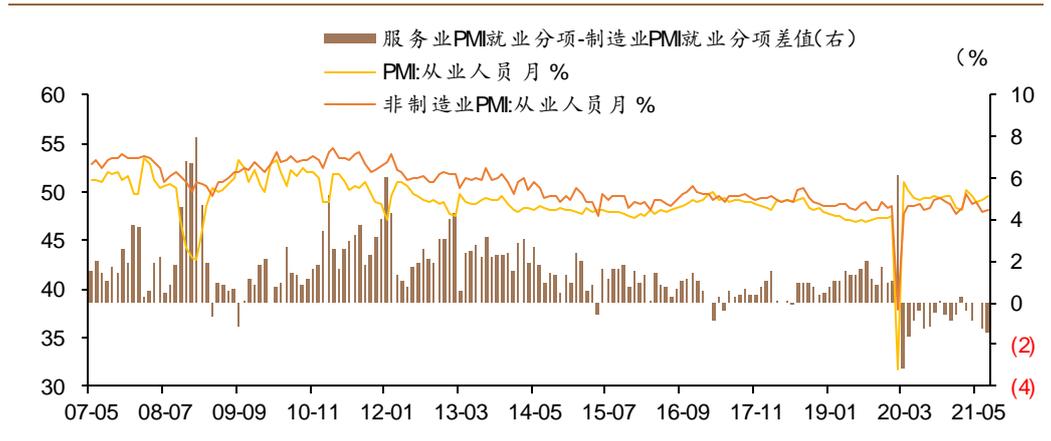
8月份影响债券市场的多空因素各半，市场陷入纠结震荡。从利多因素来看，7月初央行“降准”措施确立经济增速转弱和维持流动性供给充裕的基调之后，债券市场憧憬下半年可能“降息”；8月制造业PMI数据印证7月份社融和信贷疲弱指向内需动能减弱；从利空因素来看，在7月底中央政治局会议确立“宽信用”政策导向后，8月23日央行主持币信贷形势座谈会再度诉求信贷扩张，“宽信用”政策信号也冲击多头市场信心，且地方政府专项债8月份发行放量，预期9月至12月陆续迎来高峰，资金供需和“欠配”逻辑迎来调整，同时8月最后一周意外出现监管层强调净值化转型最后期限，银行永续债等“非标准化”债券品种拖累债市。综合8月份引起债券收益率颠簸起伏的各种因素，核心还是聚焦于未来货币政策的实际走向，而央行货币政策实践从2020年以来明晰地分为：“价格型工具”指向“降息”、“数量型工具”指向“降准”调节以及强调直达实体经济各种创新型政策工具。结合近期经济增速下行但未失速、流动性缺口扩大等因素，我们认为未来4个月“降息”概率依然较低，但是市场预期的四季度“降准”或前置。

1. “价格型工具”：未来4个月“降息”概率依然较低

“降准”之后债券市场根据“降息窗口滞后于降准窗口半年以上”的经验规律推算“降息”或在2022年初甚至2021年底出现，作为货币政策的关键信号，“降息”工具在央行货币政策框架从数量型转变为价格型的过程中其信号意义不言而喻。我们认为未来4个月，在观察到“降准”和其他货币政策效应显现之前，年内出现“降息”政策工具的概率并不大。

经济增速下行的基本面线索已经渐趋明朗但是未到失速的程度。(1)从总量经济数据来看，已披露的7月宏观经济数据中，表征生产供给端的工业增加值、表征需求端的出口消费和投资等“三驾马车”全线走弱，和货币、信贷、社融增速等下滑相互印证，8月份制造业PMI显示新订单指数回落1.3个百分点至49.6%，订单类指数均持续下降且跌落至荣枯线以下，并且供需指标分别创去年3月和19年11月以来新低，均指向下半年经济增长周期性风险暴露；(2)从中观经济层面，需求下滑和成本抬升的压力下“类滞胀”风险增大，制造业进入“被动补库存”的阶段，且受到“碳中和”政策的一刀切影响，上游的黑色系和有色系采矿业反而进入“主动去库存”阶段。但是在经济景气度下滑的同时，就业分项却维持了相对稳定，8月制造业PMI从业人员指数维持在49.60%，非制造业PMI从业人员分项反而从前值的48.0%环比抬升至48.20%，就业是最大的政策底线，促进就业是宏观经济政策的最终目标，国务院在8月27日公布的《“十四五”就业促进规划》规划目标是到2025年城镇新增5500万个就业岗位，就业在政策制定中的权重压倒仅仅是总量层面的下滑，而从8月制造业和服务业PMI数据来看，虽然疫情扰动和经济下行压力导致供需两弱，就业分项维持平稳就意味着经济增长的“底线”依然牢固，经济未达失速下滑的程度，央行动用价格型货币政策的意义有限。

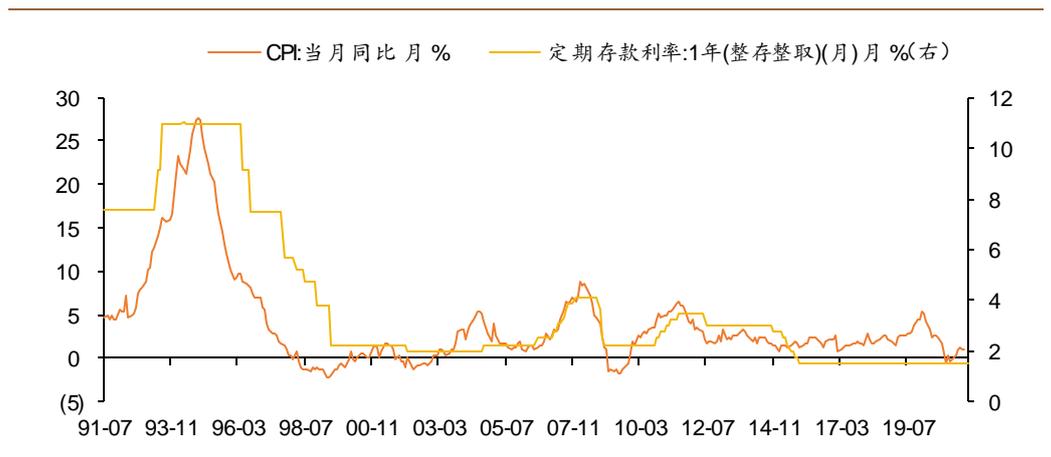
图 1：8 月制造业和服务业 PMI 就业分项尚未有失速风险



资料来源：Wind，德邦研究所

中国实际通胀率和利率体系相匹配降低“降息”概率。从长周期来看，中国基准利率体系和 CPI 实际走势相一致，而当前尽管通胀率已经度过高点且逐季下滑，但是和基准利率相比依旧保持着常态化的距离，与海外经济体亟需调整政策利率以匹配实际通胀率不同，中国当前并不急需动用“价格型”的总量政策工具调节价格指数。

图 2：实际通胀率和利率体系匹配降低“降息”可能



资料来源：Wind，德邦研究所

在央行无须动用“价格型”总量政策工具调节经济变量的情况下，中国央行或继续运用更多结构性工具，有针对性解决信用扩张的阻点。中国央行保持正常货币政策空间的能力，增强了货币政策在下半年使用“降准”等常规型工具和其他结构型政策工具平抑经济波动的从容、“自主性”和应对海外风险的能力。

2. “数量型工具”：“降准”时点或前置至 9 月

在 7 月份“降准”之后，市场已经一致性预期四季度或再度“降准”以对冲高达 2.45 万亿中期借贷便利（MLF）到期。但是我们认为在未来 4 个月流动性缺口扩大且存在高峰低谷的情况下，“降准”时点或前置，不排除 9 月份即以定向或全面“降准”支持信贷扩张。

2.1. 9 月份财政融资小高峰

我们预测 9 月份国债净发行和新增地方政府专项债发行合计或超过 1 万亿元。地方政府债券发行进度方面，2021 年 1-8 月地方政府债已经完成发行 24,082 亿元，占全年新增地方政府债务限额的 53.9%；其中新增专项债发行 17,748 亿元，占全年新增专项债限额 36,500 亿元的 48.6%；新增地方一般债发行 6,333 亿元。国债发行进度方面，2021 年 1-8 月国债净发行 8,471 亿元，占中央赤字 27,500 亿元的 30.8%。截至 9 月 1 日，地方政府债还有 20,618 亿元额度未用，其中地方政府专项债剩余额度为 18,752 亿元，而一般债额度仅有 1,867 亿元，9 月至 12 月影响债券发行量最大的依旧是专项债发行。

首先，若假设地方政府专项债在 9 月至 12 月依旧按照 1 月至 8 月的发行进度平均测算，那么专项债的发行高峰出现在 12 月份；而若假设地方政府专项债根据发行计划完成发行且平均发行，那么 8 月份已经度过发行高峰期，结合 8 月份地方政府专项债实际发行 8,797 亿元，占到计划发行 10,173 的 86%，比上半年的比值有了显著提高，我们认为在上半年的“财政前置”转化为下半年的“财政后置”的情况下，计划发行或实现完全发行；其次从国债发行来看，截止 9 月 1 日已经披露的国债发行计划，披露至 9 月 3 日的三只付息国债和贴现国债发行总量为 1,603 亿元，我们计算 1 月至 8 月国债总量发行节奏来看，国债总发行量进度和历史同期基本同步，以 2019 年至 2020 年作为基期，以每月累计国债发行总量和当年财政赤字安排的比值计算国债发行进度，再以 2021 年财政赤字安排为基数以 2019 年至 2020 年 2 年平均进度估算出 9 月至 12 月发行额。根据此方法预测，国债净发行高峰出现在 12 月份。

综合国债净发行和地方政府专项债的发行预测，鉴于此 9 月份国债净发行和新增地方政府专项债发行供给总量或超过 1 万亿，并且在 12 月份超过 1.2 万亿。但是 10 月至 11 月则是财政融资的“低谷”，在每种情形下估算均不超过 0.8 万亿。

表 1：2021 年 9 月至 12 月利率债发行预测（单位：亿元）

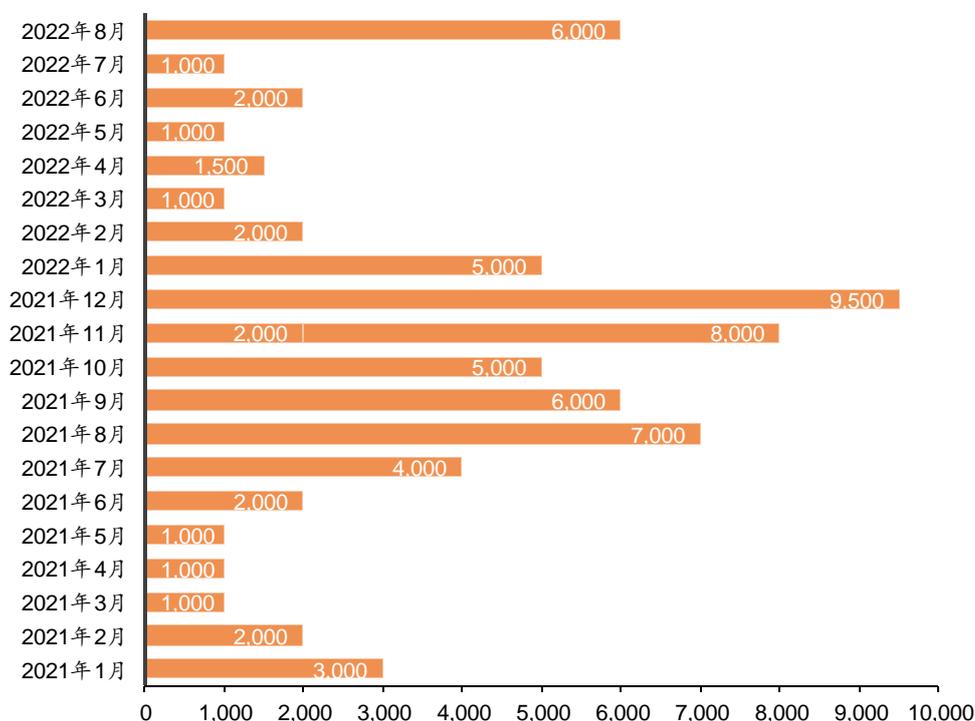
月份	国债净发行预测 (1)	地方政府专项债发行预测		国债净发行+新增地方专项债供给	
		根据 1 月至 8 月发行进度 (2)	完全根据计划发行 (3)	(1) + (2)	(1) + (3)
3 月	1226	264	264	1490	1490
4 月	-303	2056	2056	1753	1753
5 月	2064	3520	3520	5584	5584
6 月	2635	4303	4303	6939	6939
7 月	-1658	3392	3392	1734	1734
8 月	4381	5182	6300	9563	10681
9 月 (E)	6806	3583	4522	10389	11328
10 月 (E)	2774	4833	4520	7607	7294
11 月 (E)	2567	4833	4520	7399	7086
12 月 (E)	7800	4833	4520	12633	12320

资料来源：Wind、德邦研究所

2.2. 9月至12月基础货币到期量偏高

若未来4个月央行依旧采取摆脱MLF大额到期的节奏，那么货币政策操作将继续以“缩量续作+补水”的方式进行，基础货币或继续出现被动紧缩，一般来说，MLF到期紧缩的基础货币必须要有等量的基础货币投放来缓冲，从央行资产负债表上可以发现，一般能够对冲基础货币紧缩的或是2020年的“再贷款再贴现”，或是财政开支节奏加快引致财政存款下降，可是前者操作不透明且不可预期、不可把握，后者则取决于财政政策松紧水平和基建项目落地的情况，在2021年总体逆周期调控动能减弱退出的一年，财政政策发力的空间甚或不及2020年。仅仅从中期借贷便利（MLF）到期量来看，9月份MLF到期6,000亿元，10月至12月则分别有5,000亿元、10,000亿元和9,500亿元到期，总和超过3万亿的基础货币到期是触发央行“降准”对冲的直接原因。

图3：2021年9月至12月有高达3万亿MLF到期（单位：亿元）



资料来源：Wind，德邦研究所

注：2021年11月16日和11月30日各有8000亿元MLF和2000亿元MLF到期

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_25778

