

## 如何理解宏观政策跨周期调节？



## 研究结论

- 结合近期政策信号及经济走势，我们认为下半年仍有降准可能，但 LPR 利率难以以下调，同时，部分专项债额度将起到对冲明年大概率收缩的赤字率的作用，形成今年以超预期货币政策为特点，明年以下方有底的财政政策为特点的“跨周期调节”，但对于宏观经济本身，不宜预期过高。
- **宜降低对经济增速的预期：**（1）最新经济数据低于市场预期，尤其是之前备受期待的固定资产投资，但我们认为这一特征并不意外。在今年年中发布的报告《复苏的兑现——下半年宏观经济展望》中我们曾指出：一方面，对投资增速的观察，应注意将价格和基数因素同时剔除，因此有必要把固定资产投资累计同比增速扣除 PPI 累计同比后再折算为两年平均增长率；另一方面，工业企业利润对投资的支撑弱于预期；（2）在多地疫情反复出现反弹、疫苗作用弱于预期的背景下，消费成为年初时展望全年的一个误判。当前消费的瓶颈有二，一是接触式消费由于常态化防控以及局部地区疫情反弹而受到严重影响，二是长期低迷势必影响相关消费的稳定供给；（3）我们预计出口回落偏缓，一方面，海外供给限制打开或导致出口份额的回落，但同时订单也存在粘性，另一方面，2021 年 8 月中国出口集装箱运价指数均值是 2019 年同期的 2.6 倍，运价居高不下一定程度上意味着出口需求未被全部满足。
- **货币政策重在结构调整而非追求增速，为未来留出空间是货币政策跨周期调节的重要方式：**（1）货币政策有着明确的目标——帮扶中小企业，助力今明两年宏观经济平稳过渡，在此背景下，我们认为降准并非货币政策转向的信号，是一个偏中性的、提供流动性的工具，同时，监管层对物价上涨的关注度也在提升，承认“稳住通胀的关键还是要管住货币”（2021 年第二季度《中国货币政策执行报告》）；（2）从过往几次 LPR 调整的经验来看，除去 LPR 改革之初受益于改革本身而下调之外，LPR 利率均跟随 MLF 利率变动。从银行报价的角度出发，其报价受银行资金成本、市场资金供求和风险溢价等因素影响，在 MLF 未下调的情况下主动下降 LPR 利率的动力较低；（3）7 月份开始 MLF 到期的压力加大，四季度到期规模还有 2.45 万亿，地方债放量、MLF 到期冲击狭义流动性等因素下，降准是可能的工具选择，相应地 LPR 下调的可能性不大，为未来留出政策空间或是货币政策跨周期调节的方式。
- **财政政策将成为今明两年政策衔接的关键。**根据媒体公开报道，预留一部分专项债额度到 12 月发行将代替以往年底提前下达后一年额度的做法，在明年年初支出形成实物工作量。相对于年初两会所公布的额度，用于今年的财政资金显然将低于预期，站在当前时点，这是一个相机抉择的结果——将今年“来不及”发行的额度作为明年财政的补充，为明年赤字率的收缩提供基础。因此综合来看，我们认为货币政策（前期超预期降准，不排除之后仍有降准）是下半年稳经济的主要抓手，财政政策（前一年的部分额度将在第二年体现为实物工作量）是明年稳经济的抓手。

## 风险提示

- 变异病毒导致疫情反弹，经济下行压力超预期：变异病毒的传播能力显著高于以往，尽管我国在疫情防控上卓有成效，但是局部地区的疫情反弹仍可能影响经济，使得下半年经济超预期下行。

报告发布日期

2021 年 08 月 25 日

证券分析师 陈至奕

021-63325888\*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

证券分析师 孙金霞

021-63325888\*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧

021-63325888\*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

香港证监会牌照：BQJ932

联系人 陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

## 相关报告

复苏的兑现——下半年宏观经济展望： 2021-06-02

7月的全面降准打开了市场对下半年货币政策的想象空间，但随后的7、8月LPR利率并未随着降准而下调，下半年降息降准是否可期？根据媒体公开报道，部分新增专项债额度将预留到今年12月份发行，并于明年年初形成实物工作量，这背后体现了怎样的财政政策思路？货币与财政政策都基于经济基本面，我们如何看待最近的经济数据？

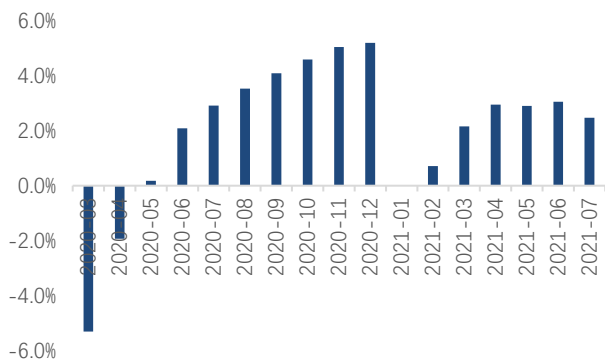
结合近期政策信号及经济走势，我们认为下半年仍有降准可能，但LPR利率难以下调，同时，部分专项债额度将起到对冲明年大概率收缩的赤字率的作用，形成今年以超预期货币政策为特点，明年以下方有底的财政政策为特点的“跨周期调节”，但对于宏观经济本身，不宜预期过高。

## 宜降低对经济增速的预期

最新经济数据低于市场预期，尤其是之前备受期待的固定资产投资，但我们认为这一特征并不意外。在今年年中发布的报告《复苏的兑现——下半年宏观经济展望》中我们曾指出：（1）对投资增速的观察，应注意将价格和基数因素同时剔除，剔除后才是对经济增长的实际拉动，因此有必要把固定资产投资累计同比增速扣除PPI累计同比后再折算为两年平均增长率；（2）投资改善速度缓慢的最重要原因在于工业企业利润对投资的支撑弱于预期。

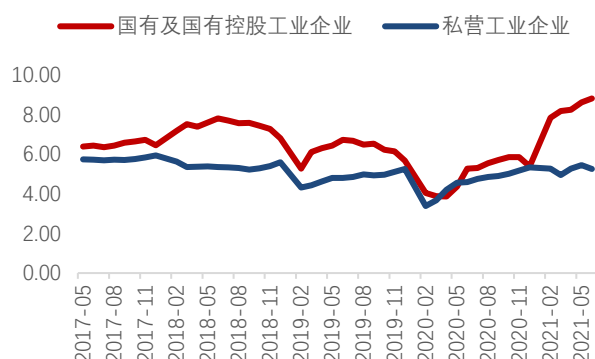
计算后可知，近期实际投资两年复合增速不仅最新数据在低位徘徊，开年至今总体表现也平平无奇。一个重要原因在于，价格上涨最多、利润率最高的行业具有最强价格传导能力（以出厂价格指数-购进价格指数之差衡量），国有企业的利润率（8.8%，史上最高水平）也远远跑赢民营企业（5.3%），而对于这些上游行业来说，不论是碳达峰的要求，还是长期产业结构变化的趋势，都不支持作更大规模投资，而对于中下游行业来说，尽管整体PPI触及历史高点，其出厂价格指数与购进价格指数甚至出现倒挂。展望后续，这一特点很难逆转。

图 1：固定资产投资增速（两年复合增长，剔除PPI）



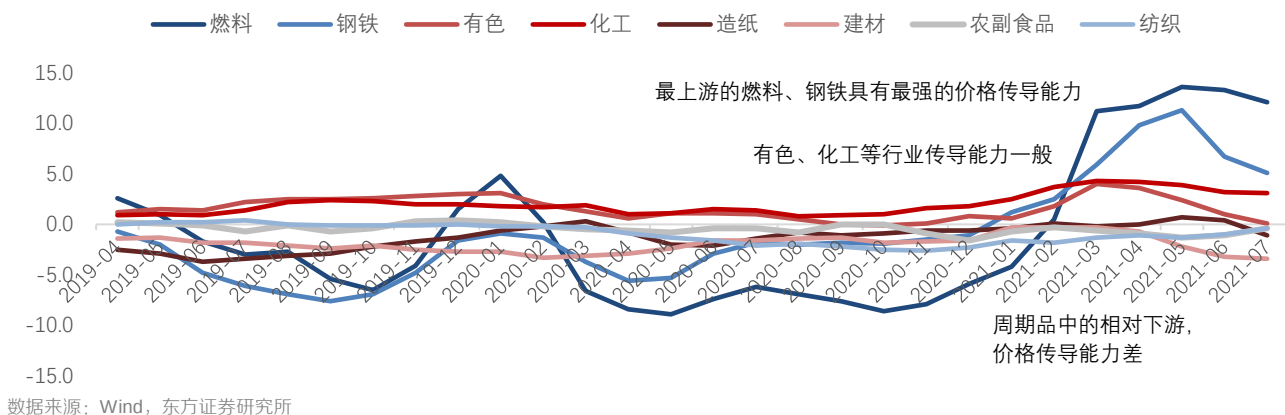
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：国有 vs 民营企业利润率 (%)



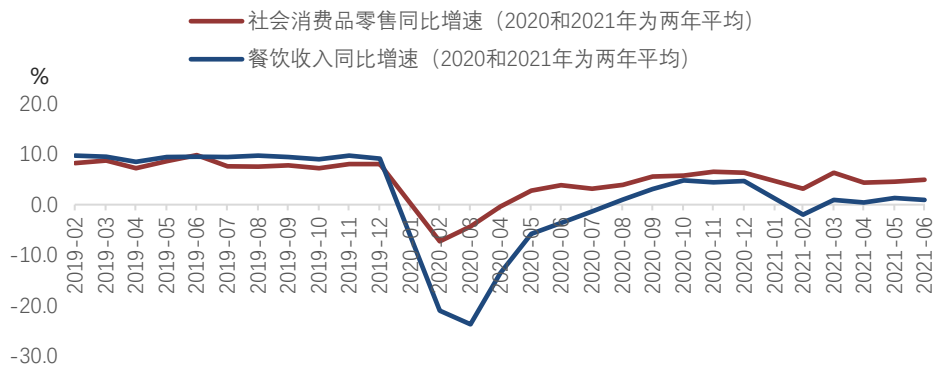
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：各行业 PPI-PPIRM (%)



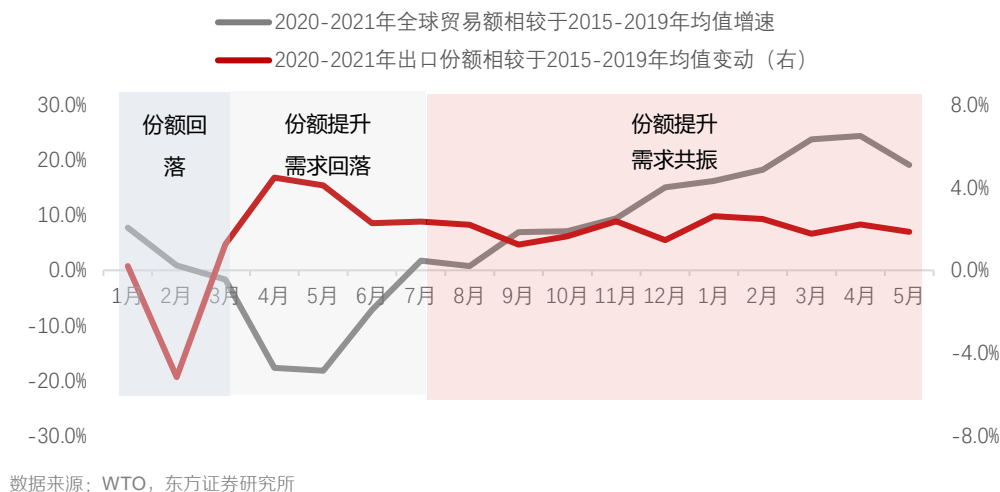
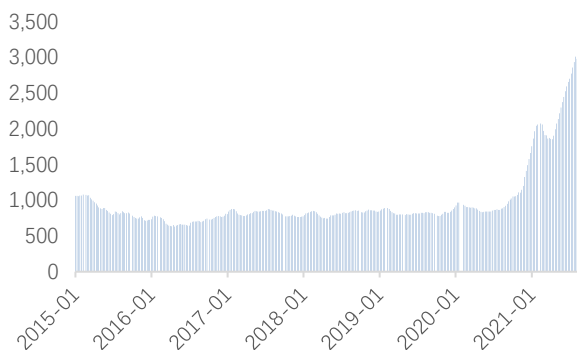
再看消费，在多地疫情反复出现反弹的背景下，消费成为年初时展望全年的一个误判。当前消费的瓶颈有二，一是接触式消费由于常态化防控以及局部地区疫情反弹而受到严重影响，二是长期低迷势必影响相关消费的稳定供给。

图 4：接触式消费复苏偏慢



市场对下半年经济的另一个担忧源自出口的回落。疫后全球出口增速和我国的出口份额可以分为三个阶段：第一阶段为疫情初期，由于生产受制，出口份额显著回落；去年 3 月至 6 月为第二阶段，海外疫情爆发，全球贸易需求回落，但受益于完整的产业链和有力的疫情防控，我国出口份额提升，抵消了全球贸易需求回落的负面影响；自去年下半年以来为第三阶段，财政补贴、货币宽松和全球经济持续复苏提振了全球贸易需求，全球出口额超过了 2015 年至 2019 年的均值，且去年 12 月以来增速高达近 20%，与此同时，我国出口份额的提升具备一定粘性，与 2015 年至 2019 年相比，每月的出口份额提升了约 2 个百分点。

我们预计下半年：（1）出口份额方面，海外供给限制打开可能导致份额的回落，但是订单存在一定粘性，出口增速的回落将偏缓；（2）2021 年 8 月的中国出口集装箱运价指数均值是 2019 年同期的 2.6 倍，上半年商务部新闻发布会也指出：“地方反映，订舱难、运费高，外贸企业的经营成本大幅增加。广大外贸企业意见强烈，特别是中小外贸企业负担尤为沉重”，我们认为，运价居高不下一定程度上意味着出口需求未被全部满足。

**图 5：疫情后全球出口份额增速和我国出口份额占比**

**图 6：中国出口集装箱运价综合指数飙升（1998 年 1 月 1 日=1000）**

**图 7：中国出口份额**

|     | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 1月  | 14.9% | 16.0% | 15.5% | 14.9% | 13.9% | 15.3% | 18.1% | 17.7% |
| 2月  | 8.9%  | 14.2% | 11.0% | 10.1% | 12.5% | 10.4% | 5.5%  | 14.2% |
| 3月  | 11.6% | 11.1% | 12.5% | 12.7% | 11.3% | 13.1% | 13.4% | 14.4% |
| 4月  | 13.1% | 14.0% | 13.6% | 14.1% | 13.6% | 13.5% | 18.2% | 16.1% |
| 5月  | 13.5% | 15.0% | 14.3% | 13.8% | 14.0% | 14.3% | 18.4% | 16.2% |
| 6月  | 13.0% | 14.2% | 13.7% | 14.0% | 14.1% | 14.9% | 16.5% |       |
| 7月  | 14.3% | 14.8% | 14.9% | 14.4% | 14.4% | 14.9% | 17.0% |       |
| 8月  | 15.4% | 16.5% | 15.5% | 14.7% | 14.9% | 15.4% | 17.6% |       |
| 9月  | 14.5% | 15.7% | 14.2% | 13.8% | 15.1% | 15.0% | 16.0% |       |
| 10月 | 13.8% | 14.6% | 14.0% | 13.2% | 13.6% | 13.9% | 15.5% |       |
| 11月 | 15.1% | 15.8% | 14.7% | 14.4% | 14.6% | 15.1% | 17.3% |       |
| 12月 | 16.4% | 17.6% | 15.9% | 15.9% | 15.7% | 16.4% | 17.8% |       |
| 全年  | 13.7% | 15.0% | 14.2% | 13.9% | 14.0% | 14.4% | 15.8% |       |

数据来源：WTO，东方证券研究所

## 货币政策重在结构调整而非追求增速

### 货币政策并无大幅转向

从近期释放的一系列政策信号来看，政治局会议和央行对经济形势的判断都较为谨慎。7 月底的政治局会议延续了 4 月“不稳固、不均衡”，但是删去了“用好稳增长压力较小的窗口期”；二季度《货币政策执行报告》指出，经济稳定恢复、稳中向好，但是经济增长动能的可持续性面临一定挑战，大宗商品价格大幅上涨抬升企业成本，一些中小微企业困难较大。

**值得注意的是，货币政策有着明确的目标——帮扶中小企业，助力今明两年宏观经济平稳过渡。**政治局会议指出，稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。货币政策执行报告提出，要“实施好两项直达实体经济货币政策工具的延期工作，通过对信贷增长缓慢省份增加再贷款等综合措施支持区域协调发展，对科技创新、小微企业、绿色发展、制造业等需要

长期支持的领域加大政策支持力度”。在此背景下，我们认为全面降准并非货币政策转向的信号，而是一个偏中性的、提供流动性的工具。

与此同时，监管层对物价上涨的关注度也在提升，承认“稳住通胀的关键还是要管住货币”。政治局会议提出要“做好大宗商品保供稳价工作”；央行二季度货币政策执行报告在一个专栏里说明了“货币与通胀的关系”：货币超发必然导致通胀，稳住通胀的关键还是要管住货币，尽管央行认为PPI走高是阶段性的，并且总的看通胀压力可控，但其对通胀的关注度显然在提升。7月PPI再度冲高至9%，并且后续也缺乏下拉的动能，大概率维持高位震荡。

## 降准难以带动银行加点下调

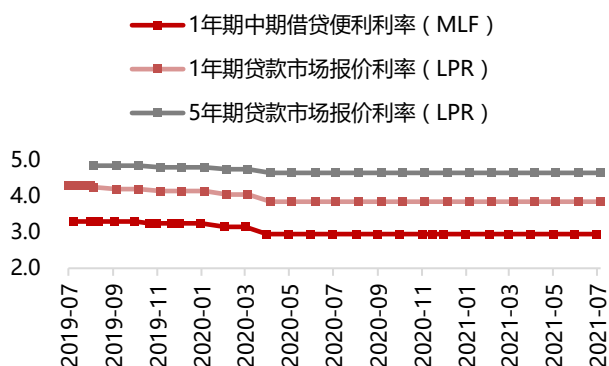
考察以往的LPR变动，前两次1年期LPR报价下降分别在LPR改革的当月和次月（2019年8月和9月），在MLF利率没有变动的情况下，两次分别下调了6BP和5BP。这两次下调都可归因于LPR改革后利率市场化程度提高，前期市场利率下行传导至LPR报价。

后3次1年期LPR报价下调均紧随着MLF利率，并以同样的幅度下降：2019年11月MLF利率下降5BP，LPR报价下降5BP；2020年2月MLF利率下降10BP，LPR报价下降10BP；2020年4月MLF下降20BP，LPR报价下降20BP。第三次1年期LPR利率下调（2019年11月）是宏观政策逆周期调节的体现，主要为应对经济下行和局部信用收缩压力；2020年两次LPR利率下调都是在疫情期间支持实体经济的举措。

以上三次1年期LPR利率（2019.11、2020.2、2020.4）调整与5年期同步，但5年期下调的幅度更小，分别在2019年11月下调5BP、2020年2月下调5BP、2020年4月下调10BP。5年期LPR利率通常对应房地产市场，在“房住不炒”政策下仅窄幅下调。

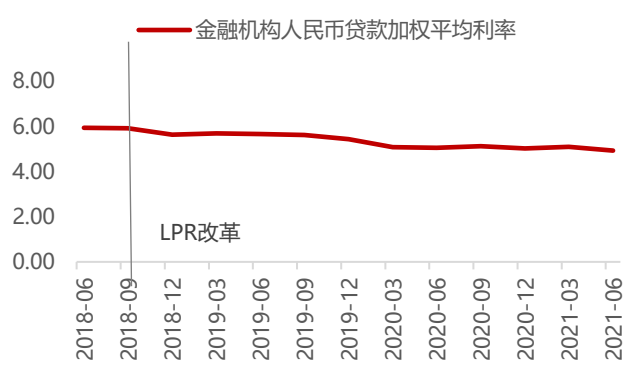
从过往几次LPR调整的经验来看，除去LPR改革之初受益于改革本身而下调之外，LPR利率均跟随MLF利率变动。从银行报价的角度出发，其报价受银行资金成本、市场供求和风险溢价等因素影响，考虑到存贷利差直接影响利润表，银行在MLF未下调的情况下主动下降LPR利率的动力较低。

图8：MLF与LPR的变动（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图9：LPR改革后贷款加权平均利率显著下降（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

**表 1：以往降准、降息时间点**

| 时间          | 存款准备金率调整                               | MLF 调整  | LPR 调整                  |
|-------------|----------------------------------------|---------|-------------------------|
| 2019 年 9 月  | 全面下调金融机构存款准备金率 50BP                    | -       | -                       |
| 2019 年 11 月 | -                                      | 下调 5BP  | 1 年期和 5 年期均下调 5BP       |
| 2020 年 1 月  | 下调金融机构存款准备金率 50BP                      | -       | -                       |
| 2020 年 2 月  | -                                      | 下调 10BP | 1 年期下调 10BP，5 年期下调 5BP  |
| 2020 年 3 月  | 普惠金融定向降准                               | -       | -                       |
| 2020 年 4 月  | 定向降准，金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35% | 下调 20BP | 1 年期下调 20BP，5 年期下调 10BP |
| 2021 年 7 月  | 全面降准 50BP                              | -       | -                       |

数据来源：人民银行，东方证券研究所

## 为未来留出政策空间是货币政策跨周期调节的方式之一

7 月 15 日降准后，市场对 LPR 下调的预期增强，但此次降准并未带动 7、8 月 LPR 报价下调，2020 年 5 月以来，MLF 利率和 LPR 利率已连续 16 个月保持不变。但我们认为，基于当前货币政策的基调、银行经营的考量、以及降准对冲大宗商品价格上涨、呵护中小企业的“本意”，LPR 报价下调的可能性都不大，同时，为未来留出政策空间是货币政策实现跨周期调节的一种方式。

- 1) 如前文所述，去年 5 月开始，货币政策就已开启正常化的过程，从近期央行的表态来看，货币政策保持稳健中性的基调未变；

**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\\_25938](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25938)

