

不是每次降准，都有美好回忆

报告要点：

● 货币政策宽松与否的这个问题，其实比想象中复杂：

1) 当前如果从量的角度来看，货币政策并没有太宽松，按照我们的货币政策量化指标，该指标在2019年还有7%-9%的投放速度，经过了一个疫情之后，当前的投放速度只有3%-4%，从偏低的超储率也可见一斑；

2) 但如果从资金利率来看的话，7D回购利率在2月之后，一直围绕在2.3%的中枢窄幅波动，从这个迹象看，货币政策也没有收紧。

● 唯一的解释是：虽然央行给银行钱的速度掉下来了，但因今年的信用投放非常困难，导致更多的钱在拆借市场中打转，加之央行在今年投放货币时，存在着出长收短的操作，这造成了非常明显的宽松错觉。

● 但这个格局只能压低短端利率（事实上，多余的钱没有太多投向长端市场），为何过去的长端利率下行更多，原因应是债券的供应问题，因实体经济的僵化，包括政府债券之内的债券发行在明显降速。

● 然而，从11月的PMI数据看，当前经济基本面应已在修复的右侧，这导致央行主动性降准的原因只有两个：一是进一步通过货币宽松化解以恒大为代表的风险发酵；二则是略有被动。

● 无论是哪种可能，央行很可能还恪守7月份的降准组合方案（降准+公开市场回笼），毕竟当前的利率水平相对经济的潜在回报率明显偏低，问题根本不在货币流动性上。

● 如果排除掉增量资金这个可能性的话，利率再次走低的基础是没有的。一方面，如果实体恢复一定的吸水性的话，则在拆借市场中打转的资金会变得更少；另一方面，如果实体的活力恢复一些，则债券的供应（对利率下降最关键的因素）也会升高。

● 长期看，利率和经济增长共同下降已成事实，但事情总应有经过和因果，“经济不行-货币宽松”这个简单的逻辑并不是总有预期差的，否则现在的收益率应该已经离0不远。

● 利率和经济增长这个问题并没有表现得那么简单，如果利率不能扭转增长，那压低利率则意义不大，如果我们压低利率的理由是让经济增长不要下降过快，那既然经济增长都缓速下降了，利率就缺少持续下降的基础。

● 我们还应该尊重周期，美国、欧元区及日本的利率收敛的过程，并不是一蹴而就的，而是循周期的节奏逐步收敛的过程，如果在当前这个周期，利率都没有反复，那后面的一致预期强化之后，多高的杠杆都不是问题，都会被时间消磨掉。

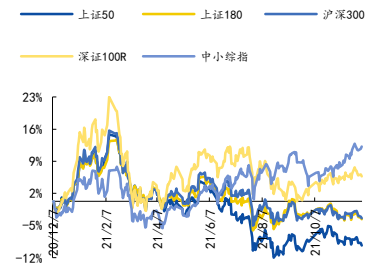
● 货币长期应是中性的，如果我们相信此点的话，那跨周期调控，自然应指的不是货币政策。当前确定的是：货币的投放是够用的，且利率已经就潜在增长率偏低，利率债的风险是看不见，还是不愿意看见。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

主要数据：

上证综指：	3563.89
深圳成指：	14795.73
沪深300：	4832.03
中小盘指：	4973.47
创业板指：	3495.59

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《虚往，实归——2022年宏观经济展望》
2021.12.03
- 《关乎行动的勇气：2021Q3 货币政策执行报告印象》
2021.11.20

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn
电话
联系人 孟子君
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188

我们的产品



大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

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_30641

