



孙彬彬：再次降准怎么看？ 兼论政治局会议



意见领袖 | 孙彬彬 /许锐翔



摘要：

降准后利率如何走？

从历史数据来看，2018 年以来大部分时间里央行降准后会伴随着利率下行，今年 7 月降准之后也是如此，但也有利率上行的时候，比如 2019 年 9 月。

关键在于基本面和资金面。

政治局会议和再次降准均确认了经济下行压力进一步加大，继续进一步出台政策维护宏观稳定这一基本事实。

从这个角度,考虑到目前经济的压力所在,未来进一步降息亦有可能,所以债市在方向上自然可以保持乐观。

但有两点需要明确:

其一, 总体政策仍然宽而有度, 从财政到货币, 甚至地产, 这本身是高质量发展和跨周期设计的应有之意。所以, 对于政策判断, 可一不可再, 至少不能简单线性外推, 还是需要审慎评估。

其二, 债市关键看央行引导的资金面。

就本次降准而言, 由于 12 月和 1 月分别有 9500 和 5000 亿元 MLF 到期, 本次降准的 1.2 万亿资金可能相当一部分都用来归还 MLF, 这与 7 月降准较为类似 (7、8 月 MLF 到期规模分别为 4000、7000 亿元), 因而我们判断本次降准可能也不会带来资金面的明显宽松。

至于其中原因, 关键在于跨周期设计下结构性货币政策的运用。

货币政策宽而有度, 重心落在结构性宽信用, 总体基础货币和流动性虽然稳字当头, 但也并不充裕。特别是央行可以引导下, 货币政策调控对于市场的牵引力进一步上升, 在票息总体较低背景下, 市场主动策略空间极其有限。

所以可以乐观, 但仍然需要适度。

当然, 市场也会关注宽信用的影响。宽信用则社融见底。社融触底回

升是否就意味着利率有上行压力？

我们认为并不一定。一方面要考虑社融增速的斜率，另一方面还要考虑通胀。对比借鉴 2012、2015 和 2019 的差异，只要社融回升斜率平缓，通胀回落，则利率下行仍有空间。

2021 年 12 月 6 日，中共中央政治局召开会议，分析研究 2022 年经济工作；另外，央行决定于 2021 年 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。对此我们点评如下：

与 7 月降准有何异同？

本次政治局会议对于货币政策的着墨不多，仅提及“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”，并无新增信息，因而这里主要通过本次降准来解读货币政策。

在 12 月 3 日李克强总理提到“适时降准”之后的 3 天，央行正式宣布降准。与 7 月降准相比，本次降准的异同点包括：

相同点：均为全面降准，降准幅度均为 0.5 个百分点，并且部分资金被用于归还到期的 MLF，也同时提到不搞大水漫灌。

差异点：

7 月 7 日国常会最早提及降准时主要“针对大宗商品价格上涨对企业

生产经营的影响”，7月9日央行也提到“今年以来部分大宗商品价格持续上涨，一些小微企业面临成本上升等经营困难”，当时PPI仍处于上升通道，降准主要为了应对小微企业因原材料成本上升带来的生产经营生产困难问题。而12月3日李总理则是提到“面对复杂环境和新的下行压力”，对应的则是当前经济下行压力加大，而此时PPI已经见顶回落。

除了全面降准0.5个百分点，本次还对参与普惠金融定向降准考核的有关金融机构统一执行最优惠档存款准备金率，故此次降准共计释放长期资金约1.2万亿元，降低金融机构资金成本每年约150亿元（而7月降准释放资金约为1万亿元，降成本为130亿元/年）。

本次降准虽然和7月一样提到置换MLF，但没有提到弥补税期高峰带来的流动性缺口，这主要与季节性因素有关（12月并不是税收大月）。

表 1：2018 年以来提前谈及降准的相关情况

提前谈及降准的会议/官员	提前谈及降准日期	央行公告降准日期	时间间隔（天）
国常会	2017/9/27	2017/9/30	3
国常会	2018/6/20	2018/6/24	4
国常会	2018/7/23	2018/10/7	11
国常会	2018/12/24	2019/1/4	11
国常会	2019/4/17	2019/5/6	11
国常会	2019/9/4	2019/9/6	2
李克强总理	2019/12/23	2020/1/1	9
国常会	2020/3/10	2020/3/13	3
国常会	2020/3/31	2020/4/3	3
国常会	2020/6/17	未降准	未降准
国常会	2021/7/7	2021/7/9	2
李克强总理	2021/12/3	2021/12/6	3

资料来源：中国政府网，央行，天风证券研究所

进一步地，为什么是现在降准呢？

结合本次政治局会议以及最近两个月（特别是十九届六中全会以来）官方表述来看，最主要的原因还是经济下行压力加大，保持经济平稳运行的难度加大。

政策应对方面，通过跨周期设计和调节提升宏观经济稳定性是政策重心所在，内在含义是把握跨周期节奏，确保经济增长、就业、物价不出现大的波动，确保金融不出现区域性系统性风险。本次政治局会议提到“明年经济工作要稳字当头、稳中求进”，此前刘鹤副总理也明确指出“在世界面临百年未有之大变局、全球经济充满不确定性的条件下，宏观稳定成为稀缺的资源。高质量发展要更加注重从供给侧发力，通过优化经济结构提升经济稳定性.....针对经济波动，要做好宏观政策跨周期设计和逆周期调节”。

因此，本次降准以及此前的新增再贷款额度、设立碳排放工具等都是出于稳增长和宽信用的政策诉求。

表 2: 最近官方对于经济基本面的表述

时间	来源	内容
2021/10/24	《十问中国经济》*	更加复杂的国内外形势下,第四季度及明年初经济增长仍面临诸多风险挑战。四大宏观经济指标中,就业的结构性矛盾凸显,CPI和PPI的“剪刀差”扩大;“三驾马车”中,制约投资和消费需求的因素仍然比较多
2021/11/2	国常会*	面对经济新的下行压力 and 市场主体新困难,有效实施预调微调。
2021/11/19	李克强总理,经济形势专家企业家座谈会*	当前国内外形势依然复杂严峻,我国经济出现新的下行压力,要在高基数上继续保持平稳运行面临很多挑战。……增强宏观政策的前瞻性针对性,推进改革开放,做好跨周期调节,推动经济爬坡过坎,保持经济运行在合理区间和就业大局稳定。
2021/11/19	2021 年三季度《货币政策执行报告》	国内经济恢复发展面临一些阶段性、结构性、周期性因素制约,保持经济平稳运行的难度加大。 国内经济运行面临疫情多地散发、大宗商品价格高企等挑战。目前房地产市场风险总体可控,房地产市场健康发展的整体态势不会改变。
2021/11/22	李克强主持召开经济形势部分地方政府主要负责人座谈会*	今年以来,我国发展遇到的新挑战交织叠加、超出预期。在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下,全国上下认真贯彻党中央、国务院决策部署,实施助企纾困政策与深化改革并举,有效应对大宗商品价格上涨、电力煤炭供应紧张、严重洪涝灾害等影响经济运行的突出问题,经济在攻坚克难中继续平稳发展。同时,国内外环境中不稳定不确定因素增多,我国经济面临新的下行压力,我们既要坚定信心,又要把困难估计得更充分,把办法想得更周全有效。
2021/11/24	国常会*	面对新的经济下行压力,要加强跨周期调节,在继续做好地方政府债务管理、防范化解风险的同时,统筹做好今明两年专项债管理政策衔接,更好发挥专项债资金带动社会资金的作用,扩大有效投资,以利扩大内需、促进消费。

资料来源:中国政府网,央行,天风证券研究所

央行还会做什么?

除了本次降准,市场更加关注的是,经济下行压力进一步加大,是否会有降息呢?

短期来看,货币政策仍是宽而有度,12月仍难以满足降息条件:

此前三季度《货币政策执行报告》没有提及“不搞大水漫灌”和“管好总闸门”等表述引发了市场关于货币政策是否要明显宽松的争论,但本次降准央行再次提到“不搞大水漫灌”,说明当前货币政策基调并没有发生显著变化。

考虑到短期内通胀仍处于高位，并且结合易纲行长的表述我们可以推断四季度实际 GDP 两年同比增速约为 5.1%，仍在 5%-6%潜在增速区间内。

不过，把视角扩展到明年上半年，如果房地产和出口的下行压力在明年上半年进一步凸显，我们认为明年一、二季度实际 GDP 增速会回落至 4.6%附近（详见团队前期报告《2022，经济形态可能是 M 型》），再叠加“胀”的因素也在逐步缓解，我们认为明年一季度降息的可能性在上升。

图 1：实际 GDP 同比增速预测



资料来源：WIND、天风证券研究所

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_30733

