



孙彬彬：不论降息与否 需要 关注交易重心切换



意见领袖|孙彬彬、隋修平



摘要：

本周开市即验证，市场该如何把握交易重心？

如果 1 月不降息，综合历史情况观察，除特殊冲击外，央行一般不会对春节后 2 月调降政策利率。真正 2 月降息的只有 2015 年，那次降息直接理由是 PPI 连续下滑，当然 1 月社融等数据也表现不佳。

如果 1 月和 2 月没有降息，到 3 月，1 季度宏观经济基本盖棺定论。合理估计，除非开门红的效果低于政策预期，否则进一步降息的可能性从内因观察会有所减弱。

原因在于，按照此前易纲行长的分析框架，我们现在潜在增速大约 5-6%，经济增速一旦稳定在 5% 以上，则降息的必要性就有所下降。

我国货币政策虽然坚持“以我为主”，但外部均衡同样不能忽视。从外部均衡角度考虑，就需要考虑利率不能太低。虽然不至于我们不能降息，但是从现实出发，考虑到联储在 3 月和以后可能的进一步行动，越往后降息的空间越发受限。

这就是我们对央行降息的可能性分析。

逻辑上，1 月降息更为顺畅，越往后，越别扭。

除非开门红很差，否则，很难让市场持续对降息展开交易。

如果降息，我们仍需保持审慎，毕竟一来逻辑上央行不可能保持连续降息；二来宽信用才是关键诉求，市场需要合理估计交易重心的切换。

在市场降息预期起伏过程中，我们发现元旦前后利率走势实际上已经有所变化，元旦前后的利率变化意味着什么？有什么特别需要注意的呢？

我们发现 12 月 30 日央行官网 20:37:19 挂网了一则新闻：“稳”字上下功夫增强服务实体经济能力——访中国人民银行行长易纲。对比历史，自 2018 年易纲行长正式上任以来，中央经济工作会议定调宏观政策，随后易纲行长会对央行工作重心进行进一步解读，以引导市场预期（2019 年 1 月 8 日、2021 年 1 月 9 日和 2021 年 12 月 30 日）。

而开年债市交易重心的切换基本以易纲行长的讲话为节点。

此次讲话重心落在通过“三个稳”（即货币信贷总量稳定增长、金融结构稳步优化、综合融资成本稳中有降）增强服务实体的能力。宽信用的指向再度明确。我们合理估计虽然没有数据支持，但是行动可能已经展开。

总之我们不能忽略此次央行定调的重要内涵和对债市的指向性作用。建议市场需要合理估计目前到 2 月利率阶段性调整压力。

当前市场交易什么？降息。12 月金融货币数据表现不理想，逻辑上可以对未来进一步政策引导报以期待，但 1 月 17 日临近，市场似乎在调整预期。不管降息还是宽信用，目前的市场多少还是将信将疑，那么该如何抓住市场的重心？

如何看待降息的可能性和空间？

我们在此前团队报告（《春节前资金面怎么看？》，20211226）中对降息的前提条件和必要性已经有所阐释。（再次强调，我们所谈降息是指 MLF 和 OMO 利率调整）

面对当前三重压力，降息可以有效引导预期、刺激需求、稳定汇率和出口。

1 月 17 日政策利率即将公布，如果政策利率调整，说明政策端面对压力还是通过合力确保开门红。如果此次政策利率未调降，市场该如何解读？后续还有没有调降的可能？

1.1. 如果 1 月不降息，春节后会不会调降政策利率？

1.1.1. 2 月降息的可能性大吗？

首先，我们回溯历史，观察历次央行降息的情况。

表 1：2012 年以来央行公告时间

逆回购利率:7 天	贷款基准利率:1 年期
2015-01-22	2012-06-07
2015-03-03	2012-07-05
2015-03-17	2014-11-21
2015-03-24	2015-02-28
2015-04-07	2015-05-10
2015-04-14	2015-06-27
2015-06-25	2015-08-25
2015-06-30	2015-10-23
2015-08-27	MLF 利率:1 年期
2015-10-27	2016-02-19
2019-11-18	2019-11-05
2020-02-03	2020-02-17
2020-03-30	2020-04-15

资料来源：Wind，天风证券研究所

可以看出，2015 年、2016 年和 2020 年春节后（2 月）央行有调降 MLF 政策利率。

首先，2015 年 2 月 28 日公告 3 月 1 日降息，随后在答记者问[1]中，央行明确回答：

问：2014 年 11 月 22 日利率调整的效果如何？此次下调存贷款基准利率的主要考虑是什么？

答：自 2014 年 11 月 22 日中国人民银行下调存贷款基准利率并进一步推进利率市场化改革以来，随着基准利率引导作用的发挥及各项政策措施的逐步落实，金融机构贷款利率有所下降，社会融资成本高问题得到一定程度的缓解。受经济结构调整步伐加快以及国际大宗商品价格大幅下降的影响，近几个月以来，消费物价涨幅有所回落，工业品价格降幅扩大，对实际利率水平形成推升作用。当前物价涨幅处于历史低位，为适当使用利率工具提供了空间。此次利率调整的重点就是要继续发挥好基准利率的引导作用，进一步巩固社会融资成本下行的成果，为经济结构调整和转型升级营造中性适度的货币金融环境。

其作用在 2015 年第一季度货币政策执行报告[2]中还有进一步明确阐释：

“自 2014 年 11 月 22 日下调存贷款基准利率后，为继续发挥基准利率的引导作用，进一步巩固社会融资成本下行的成果，为经济结构调整和转型升级营造中性适度的货币金融环境，中国人民银行决定，自 2015 年 3 月 1 日起再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。其中，一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%。由于央行公布的基准利率仍具有较强的指导意义，再次下调贷款基准利率可直接对金融机构贷款利率产生一定下拉作用。存款基准利率的进一步下调，也有利于降低金融机构筹资成本，带动各类市场利率和企业融资成本继续下行，对于进一步缓解企业融资成本高问题具有积

极作用。”

2015 年春节是 2 月 18-2 月 24 日，1 月社融数据在 2 月 13 日落地，社融再度显著回落；1 月底公布的 PMI 数据降幅也有所提升；与此同时，2 月 9 日公布的 PPI 和 CPI 分别大幅下滑至 0.76% 和 -4.3%。结合央行公告，1 月以来数据变化是央行选择在 1 月 22 日调降 OMO 利率，2 月 28 日公布调降存贷款基准利率的原因。

图 1：2015 年 1 月 PMI 和社融表现不佳



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2015 年 1 月 CPI 和 PPI 下行幅度较大

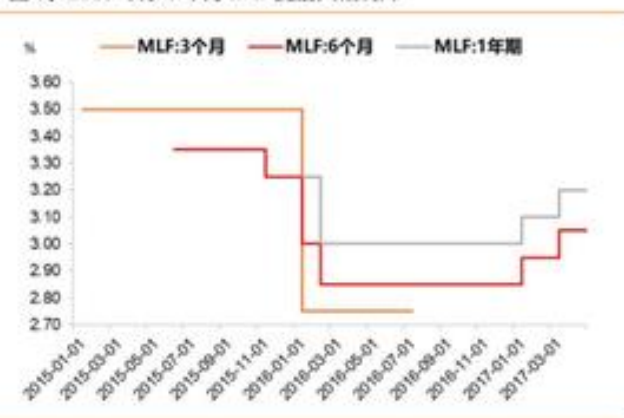


资料来源：Wind，天风证券研究所

2016 年春节后 1 年期 MLF 利率调降属于跟随前期短端利率调整。央行在 2015 年创设 3 个月中期借贷便利，以向金融机构投放中期基础货币。2015 年底将 MLF 期限延长到 6 个月；2016 年初进一步延长到 12 个月。

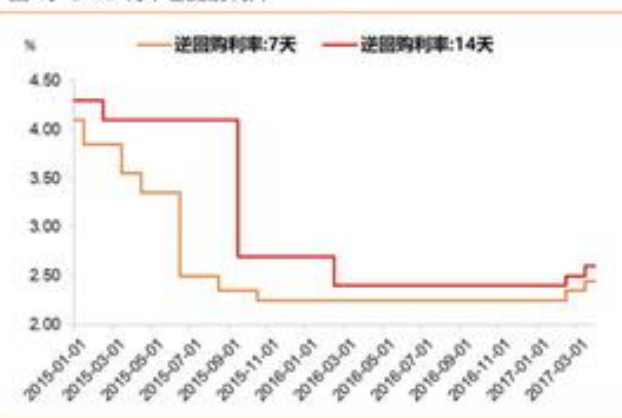
其中 3 个月 MLF 利率在 1 月大幅调降 75 个 bp，因此 2 月份 6 月、12 月 MLF 利率属于跟随调降。

图 3：2016 年除 3 个月 MLF 提前大幅调降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：OMO 利率也提前调降



资料来源：Wind，天风证券研究所

2020 年春节后 1 年期 MLF 利率调降则是为了应对疫情这一突发冲击。

2020 年第一季度货币政策执行报告中有明确表述，MLF 两次调降“提升市场风险偏好，提振市场信心。中期借贷便利中标利率下降是金融机构平均边际资金成本降低的体现，有助于通过 LPR 下降推动降低企业实际贷款利率，促进降低社会融资成本。”

综合历史情况观察，除特殊冲击外，央行一般不会在春节后 2 月调降政策利率。真正 2 月降息的只有 2015 年，那次降息直接理由是 PPI 连续下滑，当然 1 月社融等数据也表现不佳，所以央行在节后安排了再一次降息。

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_36199

