

2021-07-08

固定收益报告

深度理解国常会定调“降准”的政策信号

核心观点：

我们认为，本次国常会定调降准，最大的意义在于，给三个重要分歧画上了句号：

第一，经济有没有下行压力？答案是：有，而且比市场预期的大。

第二，通胀到底会不会导致货币政策收紧？答案是：不会，甚至反而导致宽松。

第三，中国是否一定要跟随美联储政策？答案是：不一定，甚至可以像 2018 年一样相反。

我们认为，十年国债收益率破 3% 已经只是时间问题，维持 3 月提出的“债牛已至”、十年国债下行至 2.8-2.9% 观点不变。

风险提示：政策目标变化超预期。

固收研究报告

证券分析师：陈曦

电话：010- 88321971

E-MAIL: chenxi@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521010001

相关研究

目 录

为何此时提降准？	2
彻底打消对央行的紧货币担忧	3
关注“促进综合融资成本稳中有降”	4
降准对股、债、商、房的影响	5
债市如何避免踏空？	5

深度理解国常会定调“降准”的政策信号

2021年7月7日，国务院常务会议提出“适时运用降准”，解释了白天债市大涨，并贡献了夜盘的进一步上涨。全天十年国开债收益率下行幅度达8bp，债市在横盘震荡两周之后，终于迎来突破。

我们3月初提出“债市做多窗口打开”（3月6日报告，《中国加息风险基本排除，债市做多窗口已经打开》），4月开始连续发布“债牛已至”系列报告，目前债券收益率已经较3月初下行超过20bp。

我们认为，本次国务院定调降准，大概率在一周内实行，重演去年6月落空的概率很低。去年6月是经济明显向好，降准可以没落地，而其他时候都落地。

图1：国务院定调与央行降准

国务院定调（定向）降准	央行宣布（定向）降准	央行宣布日是周几？	间隔（天）
2014年4月16日	2014年4月22日	星期二	6
2014年5月30日	2014年6月9日	星期一	10
2017年9月27日	2017年9月30日	星期六	3
2018年4月12日	2018年4月17日	星期二	5
2018年6月20日	2018年6月24日	星期日	4
2018年12月24日	2019年1月4日	星期五	11
2019年4月17日	2019年5月6日	星期一	19
2019年9月4日	2019年9月6日	星期五	2
2020年3月10日	2020年3月13日	星期五	3
2020年3月31日	2020年4月3日	星期五	3
2020年6月17日	——	——	——
2021年7月7日	？	？	？

注：2018年4月12日为国务院发布《国务院印发关于落实重点工作部门分工的意见》，其他为国务院常务会议

资料来源：国务院，太平洋研究院

如果降准落实，那么标志着债券牛市进入新阶段。

我们认为，本次国常会定调降准，最大的意义在于，给三个重要分歧画上了句号：

第一，经济有没有下行压力？答案是：有，而且比市场预期的大。

第二，通胀到底会不会导致货币政策收紧？答案是：不会，甚至反而导致宽松。

第三，中国是否一定要跟随美联储政策？答案是：不一定，甚至可以像2018年一样相反。

我们认为，十年国债收益率破3%已经只是时间问题，维持3月提出的“债牛已至”、十年国债下行至2.8-2.9%观点不变。

为何此时提降准？

看此次国常会原文，直接原因是，“针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响”。

有人可能会说，本次国常会提降准的原因没有讲经济，只是一个特殊政策。我们认为，可以回顾下 2014 年 4 月 16 日第一次定向降准，也是类似情况。当时经济下行并不特别明确，只是边际转弱，所以当时国常会提降准的理由，同样不是“经济不好”，而是“解决好‘三农’问题、加大涉农资金投放”。

所以，当时也有很多观点认为，定向降准只是一个特殊政策，不代表央行宽松，跟现在部分市场观点如出一辙。但事后来看，当时就是货币宽松周期的开始，也是 2014-2016 年债券大牛市的早期。

此次国常会没有提到经济下行压力，但我们可以进行如下逻辑推理：如果当前经济非常好，或者有过热的问题，那么大宗商品价格上涨对企业生产经营的制约，其实是有助于控制经济的。

也就是说，如果经济很好，完全不需要针对大宗上涨采取任何措施，甚至反而可以收紧。例如债市空头最爱引用的 2010-2011 年，当时大宗商品上涨，政府和央行采取的措施是什么呢？加息、提准，货币政策全面紧缩。

2010-2011 年与当前最大的区别在于，2010-2011 年经济是过热的风险，所以应对大宗涨价是收紧；而当前经济则是二次回落的风险，所以应对大宗涨价是放松。

我们需要强调，降准这种政策从来都不是随便提的。

回顾历史可以发现，降准周期包括 2008 年、2012 年、2014-2016 年、2018 年-2020 年，无一例外都是经济下行周期。

今年 3-5 月国务院多次讲大宗商品涨价问题，然而当时并没有明确“降低融资成本”对冲“原料成本上升”的思路，只是模糊的讲加大金融支持力度。

今年 6 月之后，除原油外，大宗商品价格整体实际上是边际走弱的，然而现在却反而提降准，政策力度显著加码。

我们认为，最主要的问题出在，“稳增长压力较小的窗口期”接近尾声，出口边际转弱迹

深度理解国常会定调“降准”的政策信号

象已经出现，而内需恢复却显著不及预期，这导致不得不采取措施，促进内需恢复，应对潜在的经济下行风险。

用“降低融资成本”对冲“原料成本上升”，我们认为这是重大的理论和实践创新。不墨守“通胀上行→政策收紧”的教条成规，体现了中国政策层“实事求是”的思想。

彻底打消对央行的紧货币担忧

国常会提降准最大的意义在于，彻底打消市场的紧货币担忧。

2020年下半年以来，紧货币担忧一直存在，2020年12月-1月中旬永煤事件曾一度打消，但是2021年1月下旬的货币市场利率剧烈波动，再次导致紧货币担忧重燃。

特别是，今年3月以来大宗商品价格涨幅超预期，PPI大幅上行，导致很多观点认为央行迟早会因为通胀而收紧货币。此外，还叠加了美联储收紧预期的干扰，导致担忧中国央行收紧非常普遍。

债市收益率一直在3.0-3.3%，跟疫情前一样，而政策利率却低于疫情前30bp，这种背离反映了债市一直担忧央行收紧。

事实上不仅仅是债市，企业、银行、股市都担忧央行下半年收紧的风险。4.30日政治局会议层面时隔一年再次定调流动性合理充裕（与央行层面讲意义完全不同），就是为了缓解市场担忧。

然而，市场很多观点还是认为，央行不对通胀做反应是不合理的，市场认为，央行二季度没反应，三季度总该有。

我们从2月开始反复强调，此轮通胀与中国内需无关，央行不会因为“非内生性”的通胀紧缩（详见报告2月26日《以史为鉴，PPI不会导致中国央行“紧货币”》、4月9日《如何理解金融委“关注大宗商品价格走势”？》等），然而市场每个月都还是要担忧通胀。

此次国务院常务会议定调降准，实际上是类似2019年11月的降息，目的都是彻底改变市场紧货币预期。

2019年11月降息的背景是，猪肉价格导致CPI冲高，市场担忧央行收紧，然而当时经济下行压力大，为了扭转市场预期，采取了象征性降息5bp的措施（此逻辑在我们今年5月22

深度理解国常会定调“降准”的政策信号

日路演反馈和核心观点中已有论述，当时建议回顾 2019 年 11 月初的“象征性降息”。

此次国常会的逻辑与市场担忧完全相反，大宗商品价格上涨，反而成为了“宽货币”的理由，而不是市场担忧的收紧。

应当说，如何应对输入性通胀，已经盖棺定论。紧货币预期已经被彻底证伪，这是对央行、对债市最大的预期差。

关注“促进综合融资成本稳中有降”

此次国常会强调，“促进综合融资成本稳中有降”。对于融资成本，国务院或者政治局层面已经很久没有相关提法，只是在央行层面一直有“推动实际贷款利率进一步降低”（央行例会、货币政策执行报告等）。

回顾今年 3 月的政府工作报告，全文表述为：“推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利。今年务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。”

在央行层面，主要采用的是“推动实际贷款利率进一步降低”，但这个提法一直存在歧义。

市场的一种说法是，“实际贷款利率”是“减去通胀之后的贷款利率”，易纲确实也有过类似解释。按照这种说法，今年通胀上行，会导致“实际利率”下行，所以“名义利率”完全是可以上的。

但我们一直认为，现在的“实际贷款利率”并不是这个意思。

主要原因在于，减去通胀之后的贷款利率在 2017 年以来一路上行，2020 年四季度达到最高。对于一个“持续上升四年”的利率，是不可能存在“进一步降低”的说法的。

我们认为，根据对孙国峰《健全现代货币政策框架》的理解，“实际贷款利率”指的是“实际执行的贷款利率”，是包括费用、加点在内的企业实际拿到的融资成本的概念，而不是减去通胀的概念。

此次国常会的表述比较清晰，采用了政府工作报告的“综合融资成本稳中有降”的提法，这就不存在是否减去通胀的问题，指的就是名义利率要稳中有降，传达的政策意图更为清晰。

关注之后央行层面的表述，是否会跟随国常会此次的表述。第一个时间节点是，如果降准落地，应当会有一个央行的说明。

深度理解国常会定调“降准”的政策信号

如果央行层面也采用“促进综合融资成本稳中有降”，则有助于进一步降低市场的紧缩担忧。

降准对股、债、商、房的影响

对于股市，降准并无明显正面影响。国务院定调降准次日，股市中位数涨跌为-0.4%，一周涨跌中位数为-1.3%，即国务院定调降准之后，股市整体反而是下跌的。

主要原因在于，降准发生在经济下行时期，股市往往处于熊市，降准不会改变股市原本趋势。

对于债市而言，利好比较明显，次日、一周的下行幅度中位数均为 3bp，一周最大下行幅度可以达到 12bp。

此次债券收益率下行国开已经 8bp，国债下行在 6bp 左右，对应历史来看，次日下行幅度已经到位，周下行尚有空间。从趋势看，降准周期与债市下行周期一致。

对于商品，降准的影响并不大。可以明显看到，降准时期，铜价是趋势性下跌的，主要因为降准时期是经济下行周期。

对于房地产而言，很多人担心降准、货币宽松导致房价上涨，但历史上并非如此。我们没有发现房价与降准有什么直接关系，甚至在 2018-2019 年的降准周期中，房价涨幅是持续下降的。

总体上看，降准对债市利好是比较明确的，对股市、商品、房地产的影响并不显著，这些还是取决于经济基本面。

债市如何避免踏空？

我们在今年 2 月曾经写过一篇文章《债市“踏空风险是最大的风险”》，提出：2021 年“不见兔子不撒鹰”可能并非最佳策略，左侧配置好于右侧追涨。

到目前为止，该文章观点应当说基本验证。

深度理解国常会定调“降准”的政策信号

到目前为止，债券市场至少是个小牛市，但这个牛市确实非常难做。主要问题有两个：

第一，收益率下行驱动因素往往不明确，而驱动因素明确的时候，已经晚了。

今年收益率下行一直呈现两种状态：要么没有什么明确驱动因素的缓慢下行，要么就是突发利多的快速下行。

这两种情况其实都不好做，因为大部分投资者都是要看到收益率下行的驱动因素才肯入场，而看到驱动因素又面临追高的问题。

我们路演被问的相当多的问题就是：什么推动收益率下行？

我们的回答一直是，不需要纠结收益率下行的直接驱动因素。我们在 3-5 月看多债市，主要逻辑是：“央行不紧”就是最大的基本面。

市场担忧收紧，然而央行不紧，预期差总会体现，只是以什么方式体现的问题。以什么方式体现，除睁眼玩家之外都无法预测，但我们能确定的是，总会在某个时点以某种方式体现，所以收益率总会下行，知道这个就可以了。

第二，市场总认为收益率下行没有空间。这也是一个被问的非常多的问题，特别是收益率越靠近 3%，市场的疑问越大。

我们认为，这个问题的出发点就是有问题的，按照 3-3.3% 的区间，那肯定是下行空间不大，但是为何一定是 3% 是底呢？

2019 年十年国债区间是 3-3.3%，疫情之后央行降息 30bp，央行又不加息回去，为何还要按照 3-3.3% 定价？

市场的一个逻辑是，历史上低于 3% 很少。那为何历史区间就一定可靠呢？

目前贷款利率、货币市场利率都是历史最低值，为何债市就要非要按照历史区间来？

我们一直认为，十年国债在 2.8-2.9% 才是合理水平，这还是没有考虑超涨的问题。换一种思维方式，收益率下行空间就不再成为问题。

我们认为，对于今年债市，唯一能够避免踏空的方法，只有深刻理解中国央行不会收紧，进而一直持仓不动，或者逢高加仓、越跌越买。只要不坚信央行不紧，担忧央行有收紧的可能，就总会在某一个时点被洗出局。

债券作为生息资产，只要能够判断央行不紧，那么就应当做多。所以关键就是，为什么

深度理解国常会定调“降准”的政策信号

能够判断央行不紧。

我们的债市框架是“基于央行的债市新框架”（太阳系法则+地心引力），在 2021 年报告的核心逻辑就是论述为何央行不会收紧，回答这个问题，是今年在诸多利空、收益率处于历史低位区间，仍然能够看多债市的关键。

对于下半年债市，我们认为要更关注传统的基本面。随着此次国务院定调降准，“央行不紧”应当已经得到充分验证，也已经在收益率上充分体现。

在此之后，是“基本面是否走弱”，以及“是否加码宽松”的问题，这决定债券收益率能否下行至 2.8% 甚至更低。

我们认为，下半年出口回落是极大概率事件，房地产受制于贷款约束也可能下行，财政后置并不会导致基建有明显起色（回顾 2018 年），内需难以快速上行，工业增加值和 GDP 已经见顶回落（剔除基数效应），同时 PPI 也将趋势下行。

下半年“基于央行的债市框架”和传统“增长+通胀”框架将走向统一，收益率下行将进入第二阶段。

维持 3 月提出的“债牛已至”，看多十年国债至 2.8% 左右，珍惜十年国债 3% 以上的债市机会。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566