

2021-08-09

固定收益报告

## 央行二季度报告的四大要点

### 核心观点：

2021年8月9日，债市大幅调整，主要原因包括“资金紧+美债上+股市涨+担忧财政/供给+cpi、ppi超预期+止盈/止损盘”。

同一天，央行二季度货币政策执行报告公布，我们认为主要关注以下几个方面：

#### 1、“宽信用”可能性不大。

我们在年初判断2021年社融存量增速将显著下行，目前已经下行至11%左右，处于合理水平的上限；稳增长压力下，是否可能重现“宽信用”？

此次货币政策执行报告《专栏一》将“货币供应量与名义经济增速基本匹配”作为“物价稳定”的主要原因，这意味着未来“宽信用”的可能性很低。

报告正文部分，同样坚持了“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，这表明控制实体经济杠杆率的要求不会放松，相应的我们难以看到经济明显好转或过热。

#### 2、确认“实际贷款利率”是指名义利率，这决定了不存在利率趋势上行的可能。

今年政策层提出“推动实际贷款利率进一步下降”以来，很多市场观点认为，“实际贷款利率”是指“减掉通胀之后的贷款利率”，因此很多观点认为，随着通胀上行，完成“实际贷款利率”下降的任务非常容易，甚至可以名义利率上行（只要小于通胀上行）。

此次的《专栏四》为《实际贷款利率稳中有降》，专栏全文只字未提通胀，所有引用数据均为“名义利率”（例如贷款加权平均利率、贷款平均利率等），表明政策层关心的并不是“减掉通胀之后的贷款利率”。

我们认为，“实际贷款利率”的解释应当是“实际执行的贷款利率”（孙国峰，《健全现代货币政策框架》），与通胀没有关系。

二季度货币政策执行报告仍然要求，“推动实际贷款利率进一步降低”，而实际贷款利率是名义利率，这意味着不存在货币政策收紧的可能。

### 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

### 央行二季度报告的四大要点

3、“珍惜正常的货币政策空间”改为“坚持正常的货币政策”，为降息提供了可能（是“可能”，不是“一定”）。

“正常的货币政策”的相关提法开始于2020年2月疫情之后，第一次表述为2019年四季度报告（2020年2月19日公布，在疫情之后）“维护我国在全球主要经济体中少数实行正常货币政策国家的地位”，之后为“尽可能长时间实施正常货币政策”（2020年三季度）、“保持好正常货币政策空间的可持续性”（2020年四季度）、“珍惜正常的货币政策空间”（2021年一季度）。

我们认为，从央行的表述看，“正常的货币政策”是相对于美国等发达国家实施的“零利率”、“负利率”、“量化宽松”等“超常规的货币政策”而言的。

央行在去年以来，开始反复讲“珍惜正常的政策空间”，我们认为，这在当时隐含了利率不能下调的态度。

此次货币政策执行报告将“珍惜正常的货币政策空间”改为“坚持正常的货币政策”，淡化了利率不能下调的暗示，我们认为这为降息提供了可能性。

我们认为，关于降息，目前并没有“一定降”或者“一定不降”，而是相机抉择。重点观察以下两个方面：

一是9、10月份内需。目前内需对应的GDP增速仍然低于5%，如果内需没有明显恢复，那么在明年外需增速大概率0或者负增长下，当下的内需难以撑起GDP同比到合理区间。

二是观察出口或者房地产，两者均为今年经济主要支撑，目前并未看到明显下行；而如果之后出现明显下行，则经济压力将显著上升。

另一个可以关注的点是，此次讲“空间”，只有一个地方提到，即《专栏五》：“人民币汇率双向波动，……扩大了我国自主实施正常货币政策的空间”，这也表明，在汇率波动放大的情况下，中美货币政策方向背道而驰是完全可以的。

4、全面降准与DR007、R007没有关系，不存在所谓全面降准之后、资金利率中枢下行的问题，我们在之前报告已经反复强调过这一点（我们看多债市，从来不是因为全面降准导致资金利率下降；这个逻辑是错的）。

从央行表述看，维持DR007中枢在2.2%左右仍然是常态，不存在资金利率趋势上行或者下行，最多只有波动（OMO利率不动的前提下）。

此次央行加入了“加强对财政收支、政府债券发行、主要经济体货币政策调整等不确定性因素的监测分析，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性”，也基本上排除了所谓“地方债发行导致资金紧张”的可能。

央行二季度报告的四大要点

对于今天的隔夜利率上行,主要还是针对非银加杠杆的短期应对(今年已经不止一次),并不是资金利率趋势上行。

按照目前 2.2% 的 OMO 政策利率,合理的十年国债收益率水平为 2.8-2.85% (按照 2019 年减去 35bp),其中并不包含降息预期,只需要确认政策利率不会上调即可。

目前十年国债收益率已经反弹至 2.85% 以上,我们认为维持标配仍然是必须的(此前我们已经建议,如前期重仓、且难以承受回撤,可止盈至标配),同时如果收益率调整则是难得的买入机会(后期能否真的如当前市场预期般显著调整,我们不能排除可能性,但持怀疑态度);年内降息的可能性仍然存在,不建议做空或者大幅减仓现货。

风险提示:政策目标变化超预期。

## 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 | zhaf1@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