

如何理解宏观政策跨周期调节？



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- 结合近期政策信号及经济走势，我们认为下半年仍有降准可能，但 LPR 利率难以以下调，同时，部分专项债额度将起到对冲明年大概率收缩的赤字率的作用，形成今年以超预期货币政策为特点，明年以下方有底的财政政策为特点的“跨周期调节”，但对于宏观经济本身，不宜预期过高。
- **宜降低对经济增速的预期：**（1）最新经济数据低于市场预期，尤其是之前备受期待的固定资产投资，但我们认为这一特征并不意外。在今年年中发布的报告《复苏的兑现——下半年宏观经济展望》中我们曾指出：一方面，对投资增速的观察，应注意将价格和基数因素同时剔除，因此有必要把固定资产投资累计同比增速扣除 PPI 累计同比后再折算为两年平均增长率；另一方面，工业企业利润对投资的支撑弱于预期；（2）在多地疫情反复出现反弹、疫苗作用弱于预期的背景下，消费成为年初时展望全年的一个误判。当前消费的瓶颈有二，一是接触式消费由于常态化防控以及局部地区疫情反弹而受到严重影响，二是长期低迷势必影响相关消费的稳定供给；（3）我们预计出口回落偏缓，一方面，海外供给限制打开或导致出口份额的回落，但同时订单也存在粘性，另一方面，2021 年 8 月中国出口集装箱运价指数均值是 2019 年同期的 2.6 倍，运价居高不下一程度上意味着出口需求未被全部满足。
- **货币政策重在结构调整而非追求增速，为未来留出空间是货币政策跨周期调节的重要方式：**（1）货币政策有着明确的目标——帮扶中小企业，助力今明两年宏观经济平稳过渡，在此背景下，我们认为降准并非货币政策转向的信号，是一个偏中性的、提供流动性的工具，同时，监管层对物价上涨的关注度也在提升，承认“稳住通胀的关键还是要管住货币”（2021 年第二季度《中国货币政策执行报告》）；（2）从过往几次 LPR 调整的经验来看，除去 LPR 改革之初受益于改革本身而下调之外，LPR 利率均跟随 MLF 利率变动。从银行报价的角度出发，其报价受银行资金成本、市场资金供求和风险溢价等因素影响，在 MLF 未下调的情况下主动下降 LPR 利率的动力较低；（3）7 月份开始 MLF 到期的压力加大，四季度到期规模还有 2.45 万亿，地方债放量、MLF 到期冲击狭义流动性等因素下，降准是可能的工具选择，相应地 LPR 下调的可能性不大，为未来留出政策空间或是货币政策跨周期调节的方式。
- **财政政策将成为今明两年政策衔接的关键。**根据媒体公开报道，预留一部分专项债额度到 12 月发行将代替以往年底提前下达后一年额度的做法，在明年年初支出形成实物工作量。相对于年初两会所公布的额度，用于今年的财政资金显然将低于预期，站在当前时点，这是一个相机抉择的结果——将今年“来不及”发行的额度作为明年财政的补充，为明年赤字率的收缩提供基础。因此综合来看，我们认为货币政策（前期超预期降准，不排除之后仍有降准）是下半年稳经济的主要抓手，财政政策（前一年的部分额度将在第二年体现为实物工作量）是明年稳经济的抓手。

风险提示

- 变异病毒导致疫情反弹，经济下行压力超预期：变异病毒的传播能力显著高于以往，尽管我国在疫情防控上卓有成效，但是局部地区的疫情反弹仍可能影响经济，使得下半年经济超预期下行。

报告发布日期

2021 年 08 月 25 日

证券分析师 陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

证券分析师 孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

香港证监会牌照：BQJ932

联系人 陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

复苏的兑现——下半年宏观经济展望： 2021-06-02

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

7月的全面降准打开了市场对下半年货币政策的想象空间，但随后的7、8月LPR利率并未随着降准而下调，下半年降息降准是否可期？根据媒体公开报道，部分新增专项债额度将预留到今年12月份发行，并于明年年初形成实物工作量，这背后体现了怎样的财政政策思路？货币与财政政策都基于经济基本面，我们如何看待最近的经济数据？

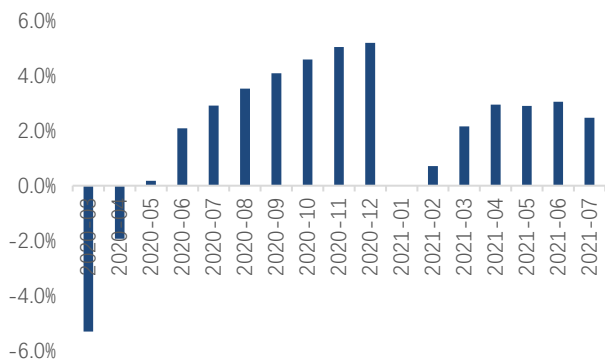
结合近期政策信号及经济走势，我们认为下半年仍有降准可能，但LPR利率难以下调，同时，部分专项债额度将起到对冲明年大概率收缩的赤字率的作用，形成今年以超预期货币政策为特点，明年以下方有底的财政政策为特点的“跨周期调节”，但对于宏观经济本身，不宜预期过高。

宜降低对经济增速的预期

最新经济数据低于市场预期，尤其是之前备受期待的固定资产投资，但我们认为这一特征并不意外。在今年年中发布的报告《复苏的兑现——下半年宏观经济展望》中我们曾指出：（1）对投资增速的观察，应注意将价格和基数因素同时剔除，剔除后才是对经济增长的实际拉动，因此有必要把固定资产投资累计同比增速扣除PPI累计同比后再折算为两年平均增长率；（2）投资改善速度缓慢的最重要原因在于工业企业利润对投资的支撑弱于预期。

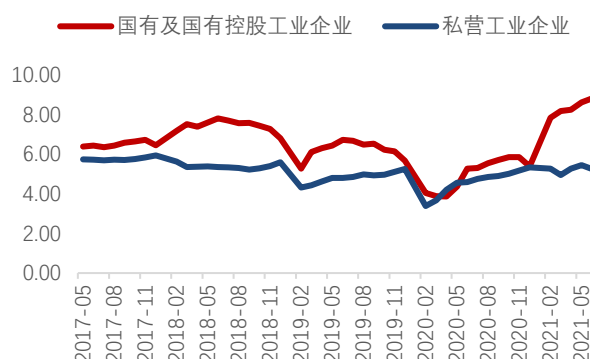
计算后可知，近期实际投资两年复合增速不仅最新数据在低位徘徊，开年至今总体表现也平平无奇。一个重要原因在于，价格上涨最多、利润率最高的行业具有最强价格传导能力（以出厂价格指数-购进价格指数之差衡量），国有企业的利润率（8.8%，史上最高水平）也远远跑赢民营企业（5.3%），而对于这些上游行业来说，不论是碳达峰的要求，还是长期产业结构变化的趋势，都不支持作更大规模投资，而对于中下游行业来说，尽管整体PPI触及历史高点，其出厂价格指数与购进价格指数甚至出现倒挂。展望后续，这一特点很难逆转。

图 1：固定资产投资增速（两年复合增长，剔除PPI）



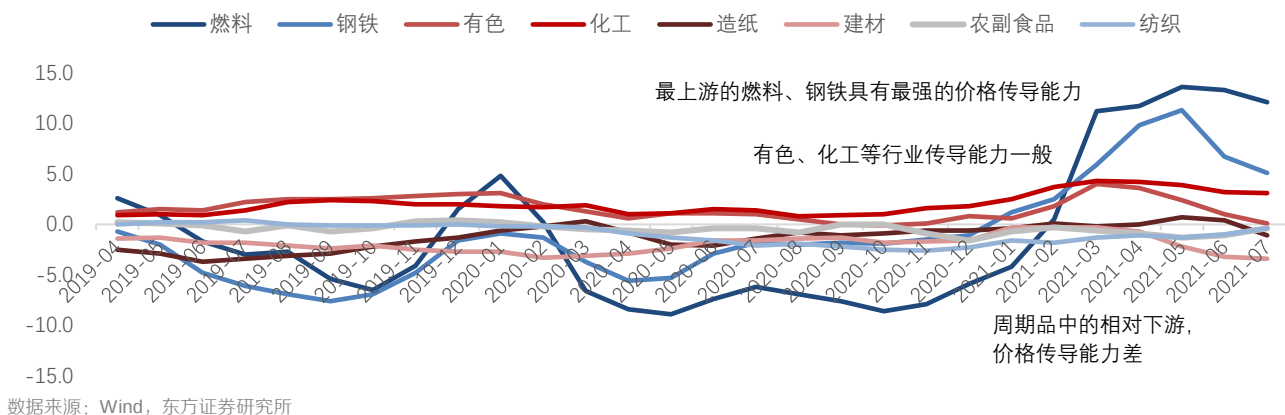
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：国有 vs 民营企业利润率（%）



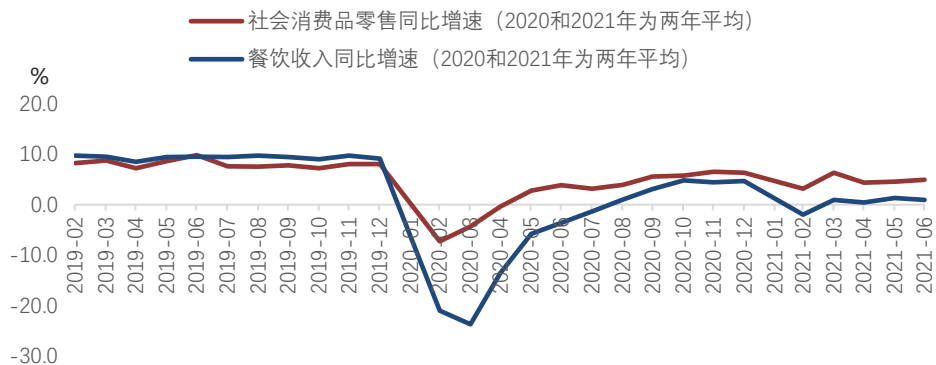
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：各行业 PPI-PPIRM (%)



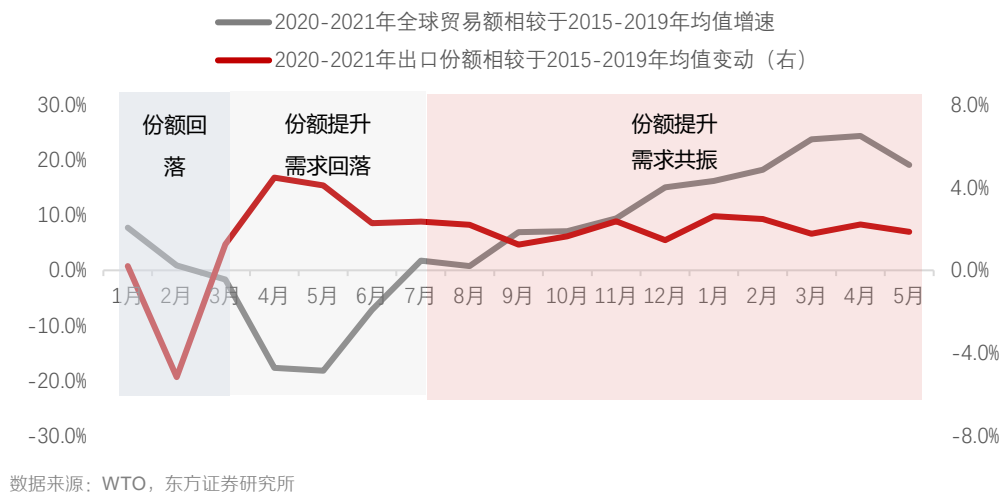
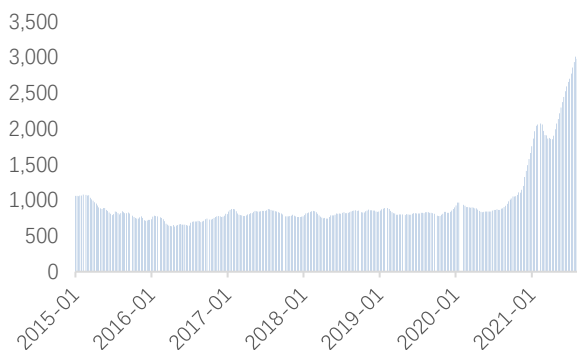
再看消费，在多地疫情反复出现反弹的背景下，消费成为年初时展望全年的一个误判。当前消费的瓶颈有二，一是接触式消费由于常态化防控以及局部地区疫情反弹而受到严重影响，二是长期低迷势必影响相关消费的稳定供给。

图 4：接触式消费复苏偏慢



市场对下半年经济的另一个担忧源自出口的回落。疫后全球出口增速和我国的出口份额可以分为三个阶段：第一阶段为疫情初期，由于生产受制，出口份额显著回落；去年 3 月至 6 月为第二阶段，海外疫情爆发，全球贸易需求回落，但受益于完整的产业链和有力的疫情防控，我国出口份额提升，抵消了全球贸易需求回落的负面影响；自去年下半年以来为第三阶段，财政补贴、货币宽松和全球经济持续复苏提振了全球贸易需求，全球出口额超过了 2015 年至 2019 年的均值，且去年 12 月以来增速高达近 20%，与此同时，我国出口份额的提升具备一定粘性，与 2015 年至 2019 年相比，每月的出口份额提升了约 2 个百分点。

我们预计下半年：（1）出口份额方面，海外供给限制打开可能导致份额的回落，但是订单存在一定粘性，出口增速的回落将偏缓；（2）2021 年 8 月的中国出口集装箱运价指数均值是 2019 年同期的 2.6 倍，上半年商务部新闻发布会也指出：“地方反映，订舱难、运费高，外贸企业的经营成本大幅增加。广大外贸企业意见强烈，特别是中小外贸企业负担尤为沉重”，我们认为，运价居高不下一定程度上意味着出口需求未被全部满足。

图 5：疫情后全球出口份额增速和我国出口份额占比

图 6：中国出口集装箱运价综合指数飙升（1998 年 1 月 1 日=1000）

图 7：中国出口份额

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
1月	14.9%	16.0%	15.5%	14.9%	13.9%	15.3%	18.1%	17.7%
2月	8.9%	14.2%	11.0%	10.1%	12.5%	10.4%	5.5%	14.2%
3月	11.6%	11.1%	12.5%	12.7%	11.3%	13.1%	13.4%	14.4%
4月	13.1%	14.0%	13.6%	14.1%	13.6%	13.5%	18.2%	16.1%
5月	13.5%	15.0%	14.3%	13.8%	14.0%	14.3%	18.4%	16.2%
6月	13.0%	14.2%	13.7%	14.0%	14.1%	14.9%	16.5%	
7月	14.3%	14.8%	14.9%	14.4%	14.4%	14.9%	17.0%	
8月	15.4%	16.5%	15.5%	14.7%	14.9%	15.4%	17.6%	
9月	14.5%	15.7%	14.2%	13.8%	15.1%	15.0%	16.0%	
10月	13.8%	14.6%	14.0%	13.2%	13.6%	13.9%	15.5%	
11月	15.1%	15.8%	14.7%	14.4%	14.6%	15.1%	17.3%	
12月	16.4%	17.6%	15.9%	15.9%	15.7%	16.4%	17.8%	
全年	13.7%	15.0%	14.2%	13.9%	14.0%	14.4%	15.8%	

数据来源：WTO，东方证券研究所

货币政策重在结构调整而非追求增速

货币政策并无大幅转向

从近期释放的一系列政策信号来看，政治局会议和央行对经济形势的判断都较为谨慎。7 月底的政治局会议延续了 4 月“不稳固、不均衡”，但是删去了“用好稳增长压力较小的窗口期”；二季度《货币政策执行报告》指出，经济稳定恢复、稳中向好，但是经济增长动能的可持续性面临一定挑战，大宗商品价格大幅上涨抬升企业成本，一些中小微企业困难较大。

值得注意的是，货币政策有着明确的目标——帮扶中小企业，助力今明两年宏观经济平稳过渡。政治局会议指出，稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。货币政策执行报告提出，要“实施好两项直达实体经济货币政策工具的延期工作，通过对信贷增长缓慢省份增加再贷款等综合措施支持区域协调发展，对科技创新、小微企业、绿色发展、制造业等需要

长期支持的领域加大政策支持力度”。在此背景下，我们认为全面降准并非货币政策转向的信号，而是一个偏中性的、提供流动性的工具。

与此同时，监管层对物价上涨的关注度也在提升，承认“稳住通胀的关键还是要管住货币”。政治局会议提出要“做好大宗商品保供稳价工作”；央行二季度货币政策执行报告在一个专栏里说明了“货币与通胀的关系”：货币超发必然导致通胀，稳住通胀的关键还是要管住货币，尽管央行认为PPI走高是阶段性的，并且总的看通胀压力可控，但其对通胀的关注度显然在提升。7月PPI再度冲高至9%，并且后续也缺乏下拉的动能，大概率维持高位震荡。

降准难以带动银行加点下调

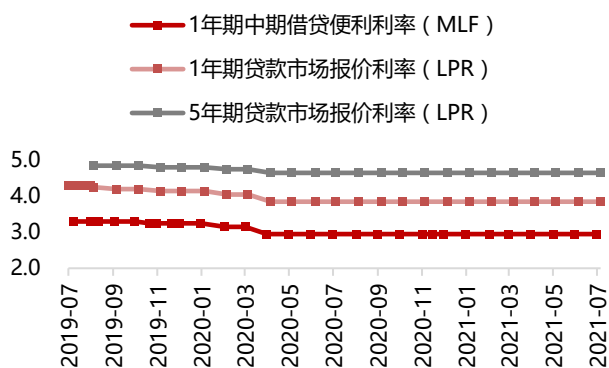
考察以往的LPR变动，前两次1年期LPR报价下降分别在LPR改革的当月和次月（2019年8月和9月），在MLF利率没有变动的情况下，两次分别下调了6BP和5BP。这两次下调都可归因于LPR改革后利率市场化程度提高，前期市场利率下行传导至LPR报价。

后3次1年期LPR报价下调均紧随着MLF利率，并以同样的幅度下降：2019年11月MLF利率下降5BP，LPR报价下降5BP；2020年2月MLF利率下降10BP，LPR报价下降10BP；2020年4月MLF下降20BP，LPR报价下降20BP。第三次1年期LPR利率下调（2019年11月）是宏观政策逆周期调节的体现，主要为应对经济下行和局部信用收缩压力；2020年两次LPR利率下调都是在疫情期间支持实体经济的举措。

以上三次1年期LPR利率（2019.11、2020.2、2020.4）调整与5年期同步，但5年期下调的幅度更小，分别在2019年11月下调5BP、2020年2月下调5BP、2020年4月下调10BP。5年期LPR利率通常对应房地产市场，在“房住不炒”政策下仅窄幅下调。

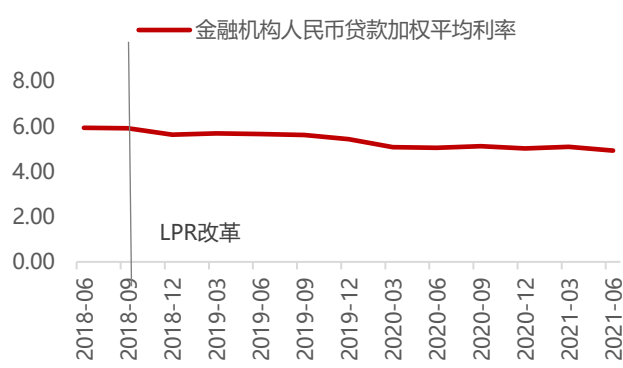
从过往几次LPR调整的经验来看，除去LPR改革之初受益于改革本身而下调之外，LPR利率均跟随MLF利率变动。从银行报价的角度出发，其报价受银行资金成本、市场供求和风险溢价等因素影响，考虑到存贷利差直接影响利润表，银行在MLF未下调的情况下主动下降LPR利率的动力较低。

图8：MLF与LPR的变动（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图9：LPR改革后贷款加权平均利率显著下降（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 1：以往降准、降息时间点

时间	存款准备金率调整	MLF 调整	LPR 调整
2019 年 9 月	全面下调金融机构存款准备金率 50BP	-	-
2019 年 11 月	-	下调 5BP	1 年期和 5 年期均下调 5BP
2020 年 1 月	下调金融机构存款准备金率 50BP	-	-
2020 年 2 月	-	下调 10BP	1 年期下调 10BP，5 年期下调 5BP
2020 年 3 月	普惠金融定向降准	-	-
2020 年 4 月	定向降准，金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%	下调 20BP	1 年期下调 20BP，5 年期下调 10BP
2021 年 7 月	全面降准 50BP	-	-

数据来源：人民银行，东方证券研究所

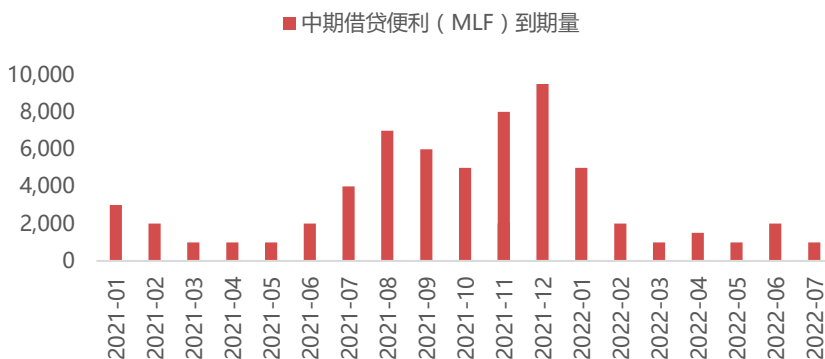
为未来留出政策空间是货币政策跨周期调节的方式之一

7 月 15 日降准后，市场对 LPR 下调的预期增强，但此次降准并未带动 7、8 月 LPR 报价下调，2020 年 5 月以来，MLF 利率和 LPR 利率已连续 16 个月保持不变。但我们认为，基于当前货币政策的基调、银行经营的考量、以及降准对冲大宗商品价格上涨、呵护中小企业的“本意”，LPR 报价下调的可能性都不大，同时，为未来留出政策空间是货币政策实现跨周期调节的一种方式。

- 1) 如前文所述，去年 5 月开始，货币政策就已开启正常化的过程，从近期央行的表态来看，货币政策保持稳健中性的基调未变；
- 2) 降准对降低银行负债端成本的效果有限，此次降准降低金融机构融资成本约 130 亿元，银行并没有足够的动力主动下调 LPR 报价。而且 LPR 的报价行共计 18 家，只有去除最高和最低报价的平均数取整后达到 5BP，才会调整 LPR 利率，因而可能存在部分资金成本较低的银行下调报价，但是不足以改变 LPR 利率的情况。从过去的经验来看，2019 年 9 月，人民银行宣布全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，节约商业银行成本约 150 亿元，当月 MLF 和 LPR 利率均未调整；2020 年 1 月全面降准 50BP，MLF 和 LPR 利率并未变动，2 月经济受到新冠疫情的冲击，两者才双双下降。结合前文回溯，银行负债端成本的降低尚不足以促使银行下调加点；
- 3) 7 月的降准是为了应对经济结构性问题，加大对小微企业的支持力度，并非对增速的追求。在此背景下，一方面应降低对增速数据的预期，另一方面，经济也并没有疫情时期那么差；

7 月份开始 MLF 到期的压力加大，7 月、8 月和 9 月分别有 4000 万、7000 万和 6000 万 MLF 到期。四季度 MLF 到期规模还有 2.45 万亿。地方债放量、MLF 到期冲击狭义流动性等因素下，降准是可能的工具选择。

图 10：下半年 MLF 到期压力较大



数据来源：Wind，东方证券研究所

财政政策将成为今明两年政策衔接的关键

根据媒体公开报道，地方将预留部分专项债额度在今年 12 月发行，这部分资金需在明年年初支出形成实物工作量，余下在 9 月发行完毕。我们认为，这一举措表明财政政策将成为今明两年政策衔接的关键。

开年至今地方专项债发行节奏较慢，截至 7 月仅 37%。在财政部上半年财政收支情况新闻发布会上，财政部预算司副司长项中新解释，专项债发行进度较去年有所放缓，主要是今年专项债券恢复常态化管理，适当放宽地方发行时间要求，既不会影响重点项目建设进度和资金需求，也可以有效避免债券资金闲置（2019 年有“争取在 9 月底前完成全年新增债券发行”目标，2020 年《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》要求力争在 10 月底前发行完毕）。除此之外，我们认为在建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制的背景下，地方政府债券发行需要满足更严格的防风险要求，也对进度产生了重要影响。

预留今年额度将代替以往年底提前下达第二年额度的做法（授权期限 2022 年也将结束），相对于年初两会所公布的新增规模，用于今年的财政资金显然将低于预期。站在当前时点，这是一个相机抉择的结果——将今年“来不及”发行的额度作为明年财政的补充，为赤字率的下降提供基础。因此综合来看，我们认为货币政策（前期超预期降准，不排除之后仍有降准）是下半年稳经济的主要抓手，财政政策（前一年的部分额度将在第二年体现为实物工作量）将成为明年稳经济的抓手。

风险提示

变异病毒导致经济下行压力超预期：

变异病毒的传播能力显著高于以往，尽管我们在疫情防控上卓有成效，但是局部地区的疫情反弹仍可能影响经济，使得下半年经济超预期下行。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn