

总量研究

降息宜早不宜迟

——货币政策前瞻系列五

要点

核心观点：7月22日以来，基于对四季度经济增速将面临趋缓压力，以及为兼顾内外平衡预留政策空间的考量，我们提出四季度存在降息的可能性。但在报告发布后，外部环境及内部形势均发生了明显的变化，国内经济增速趋缓节奏明显加快，美国财政刺激计划重新提振了美国中期经济预期，美联储缩减QE的步伐或将加快。“四季度择机下调政策利率”已不再能适应当前的海内外经济环境，货币政策的宽松窗口期正在收缩，降息宜早不宜迟。

论据一：疫情散发风险持续存在，国内经济增速趋缓节奏加快

疫情持续散发、融资需求大幅回落、景气调查指标持续回落等迹象，均表明经济增速的趋缓节奏正在加快。

一是，国内疫情自年初以来呈现出多次多点散发态势。“德尔塔”变异毒株自6月份以来三次突破国内防疫屏障，第一次及第二次分别被控制在广东省及云南省，而第三次则由江苏省向全国扩散开来，目前虽已得到控制，但对实体经济已经产生明显影响，并且疫情持续散发对于政策及市场预期的影响有所加强。

二是，国内经济景气程度正在回落，经济增速趋缓逐渐显现。在疫情反复和极端天气冲击下，7月投资、消费、生产均不及预期，出口增速也出现明显下行信号。8月，经济数据大概率会继续受到疫情压制。下半年经济趋缓节奏提前、压力增强，宏观对冲政策亟待发力。

三是，严监管叠加弱需求致使融资增速大幅萎缩。一方面，3月份以来央行等部委持续收紧房贷政策，对违规流入房地产领域的信贷进行排查，叠加部分城市已经开始上调房贷利率，房贷政策趋紧对房地产相关企业融资的挤压逐渐显现。另一方面，从银行家调查问卷来看，二季度大、中、小型企业的贷款需求指数均呈现出明显的下行态势，表明实体企业信贷需求有所回落。

论据二：财政刺激提振中期经济预期，美联储缩减QE的步伐或将加快

美国财政刺激法案有望加快落地，通胀维持高位及经济预期改善的背景下，预计美联储缩减QE的步伐将有所加快，留给我国央行为兼顾内外平衡创造政策空间的窗口期正在收缩。

一是，美国中期经济预期的走强，以及缩减QE渐行渐近，将推动美元指数及美债收益率上行。一方面，美国时间8月10日，美国参议院以基建法案和预算决议的形式，通过了拜登政府的财政刺激计划，财政刺激规模基本等同于拜登政府前期所提出的“家庭计划”及“就业计划”。拜登政府一揽子财政刺激计划通过参议院决议，明显提高了市场对美国的中期经济预期。另一方面，美国FOMC的7月27-28日会议纪要显示，多数决策委员认为，目前通胀水平已经达到委员会进行资产购买缩减（Taper）的标准，并支持今年开始Taper的决定。

二是，中美利差的收缩将加大资本外流及人民币贬值的压力，留给我国央行为兼顾内外平衡预留政策空间的窗口期正在收缩。回溯来看，2015年12月美联储开启加息周期之后，由于美元升值及中美利差回落等因素，人民银行外汇占款持续大幅净流出，人民币汇率出现较大贬值压力。即便中美均处于紧缩周期，但由于人民银行的紧缩程度弱于美联储，资本外流及汇率贬值的压力仍然难以避免，若当时中美处于不同的政策周期，资本外流及汇率贬值的压力无疑会更大。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwh@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogegge@ebsecn.com

联系人：刘星辰

021-52523880
liuxc@ebsecn.com

相关研报

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

全面降准，央行亮剑——7月9日全面降准点评（2021-07-10）

降准箭在弦上——7月7日国常会降准信号点评（2021-07-08）

如何看待下半年利率走势？——光大宏观周报（2021-07-04）

美联储的抉择：加息减速，缩减加速——美联储观察系列一（2021-06-28）

企业信贷持续强劲，社融回落速度将趋于收敛——2021年5月金融数据点评（2021-06-10）

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报（2021-06-06）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

一、政策宜稳中趋松，降息宜早不宜迟.....	4
二、国内经济增速趋缓节奏加快	7
2.1 7 月经济数据不及预期，经济趋缓节奏提前.....	7
2.2 疫情散发风险持续存在.....	10
三、美联储缩减 QE 的步伐或将加快	13
3.1 美国财政刺激预计加快落地，经济复苏信心增强.....	13
3.2 预计 QE 缩减将于年末正式开启.....	17

图目录

图 1：货币政策仪表盘隐含的政策趋松迹象日益明朗(趋红代表趋紧，趋绿代表趋松).....	4
图 2：新冠疫情在国内多次多点散发	5
图 3：实体景气度再次跌入衰退区间(按箭头所指方向循环).....	5
图 4：7 月新增社融明显弱于季节性走势	5
图 5：十年期国债利率与 MLF 操作利率倒挂	5
图 6：美债收益率上行将加剧中美利差收窄	6
图 7：美元指数走强将推动人民币汇率承压	6
图 8：美国加息周期中我国外汇储备呈现大幅净流出状态	6
图 9：美联储加息周期下，人民币汇率面临较大的贬值压力.....	6
图 10：7 月制造业、基建、房地产投资增速均出现回落	7
图 11：7 月社零中可选消费、必选消费和居住类商品大幅回落	7
图 12：上下游盈利分化加剧，装备制造、消费制造承压	8
图 13：制造业利润率持续分化，装备制造业利润率下滑明显	8
图 14：7 月，各链条出口增速普遍出现回落	8
图 15：开发商销售回款、国内贷款增速均在放缓	8
图 16：2017、2021 年新增专项债发行进度对比.....	9
图 17：2021 年新增专项债发行节奏预测.....	9
图 18：今年以来国内疫情多点散发	11
图 19：国内中高风险地区分布情况	11
图 20：德尔塔毒株在全球快速蔓延	12
图 21：欧美以及东南亚国家疫情明显反弹	12
图 22：新冠病毒变种在全球的趋势演变.....	13
图 23：美国 5500 亿美元基建计划与历次基建计划投向对比.....	14
图 24：美国财政刺激进展决定 10 年期美债收益率走势	17
图 25：美国 CPI 同比维持在 5.4%	17
图 26：美国核心 CPI 涨幅 2 月以来首次低于预期	17
图 27：美国居民对服务型消费需求逐渐回暖.....	18

图 28: 美国经济复苏, GDP 产出缺口持续缩小\.....	18
图 29: 美国供应商交付时间延长, 库存大幅下滑	19
图 30: 中国制造成本高企对美国造成输入性通胀	19
图 31: 美国劳动供给远低于需求	19

表目录

表 1: 目前已有 7 个地区的年中预算调整报告披露专项债资金预留情况.....	10
表 2: 疫情反弹下, 欧洲主要国家并未停下解封步伐.....	12
表 3: 3 月 31 日以来美国两党推出的基建计划梳理.....	14
表 4: 3.5 万亿美元预算决议的支出项目	15
表 5: 0.8 倍财政乘数下, 4 万亿投资预计拉动 2022 年美国 GDP 增长 1.5 个百分点	16

一、政策宜稳中趋松，降息宜早不宜迟

4月30日政治局会议后，考虑到政治局会议提出“当前经济恢复不均衡、基础不牢固……推动经济在恢复中达到更高水平的均衡”，以及主要经济体释放大流动性，提高通胀容忍度等两方面因素。我们率先提出了“货币政策边际放松概率大”，与市场多数宏观及固收团队认为货币政策将转向紧缩的观点相背离。随后，我们确实看到，十年期国债收益率持续下行，甚至在7月9日，全面降准政策推出。(详见5月1日发布的《不疾不徐，轻踩油门，乘势而上》)

7月22日，我们观察到，国内经济增速趋缓的迹象逐渐显现，同时，考虑到未来美联储进入紧缩周期，我国央行的加息空间并不充足，政策周期错位大概率会加剧我国资本外流以及汇率贬值的压力。基于此，我们发布了《为什么我们认为四季度可能会降息？》的研究报告，在报告中提出“在经济增速下行压力较大的四季度择机下调政策利率，不仅有助于缓解经济增速下行压力，也可以为将来兼顾内外平衡创造空间，同时可以收敛日益分化的市场与政策利率的利差，增强政策利率传导的有效性”。(详见7月22日发布的《为什么我们认为四季度可能会降息？》)

但自7月22日以来，外部环境及内部形势均发生了明显的变化，国内经济增速趋缓节奏明显加快，美国财政刺激计划重新提振了美国中期经济预期，美联储缩减QE的步伐或将加快。“四季度择机下调政策利率”已不再能够适应当前的海内外经济环境，货币宽松的政策窗口期正在收缩，降息宜早不宜迟。

图1：货币政策仪表盘隐含的政策趋松迹象日益明朗(趋红代表趋紧，趋绿代表趋松)

单位：%		2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12		
经济增长	实际GDP同比	当季同比	5.5			5.0			6.5			4.9			3.2			-6.8		5.8			
	工业增加值	当月同比	5.6	6.5	6.6	6.8	6.2	6.3	9.5	7.3	7.0	6.9	6.9	5.6	4.8	4.8	4.4	3.9	-1.1	-25.9	-4.3	6.9	
	出口	当月同比	12.9	15.1	11.1	16.8	10.3	23.0	10.0	18.1	20.5	10.9	9.4	9.1	6.8	0.2	-3.5	3.0	-6.9	-40.6	-2.9	8.1	
	进口	当月同比	12.8	18.8	12.4	10.7	16.8	12.5	5.4	7.0	4.3	4.7	13.3	-1.7	-0.8	3.2	-16.4	-14.4	-1.4	7.6	-12.7	16.7	
	固定资产投资	当月同比	-3.2	-12.8	-10.0	-5.8	-5.7	0.4		8.9	-28.8	-5.9	-4.8	-4.1	-4.4	1.1	0.9	-2.2	-10.9	-25.7		-32.6	
	制造业投资	当月同比	2.8	6.0	3.7	3.4	-0.3	-3.0		10.2	12.5	3.7	3.0	5.0	-3.1	-3.5	-5.3	-6.7	-20.6	-31.5		9.2	
	房地产投资	当月同比	6.4	7.2	9.0	10.3	7.7	7.6		9.3	10.9	12.7	12.0	11.8	11.7	8.5	8.1	7.0	1.1	-16.3		7.4	
	基建投资	当月同比	-1.6	3.9	3.4	3.8	5.8	-0.7		4.3	5.9	7.3	4.8	7.0	7.7	8.3	10.9	4.8	-8.0	-26.9		2.0	
	社零	当月同比	3.6	4.9	4.5	4.3	6.3	3.1		4.6	5.0	4.3	3.3	0.5	-1.1	-1.8	-2.8	-7.5	-15.8	-20.5		8.0	
就业	社零-商品零售	当月同比	3.9	5.3	4.9	4.8	6.9	3.8		5.2	5.8	4.8	4.1	1.5	0.2	-0.2	-0.8	-4.6	-12.0	-17.6		7.9	
	社零-餐饮收入	当月同比	0.9	1.0	1.3	0.4	1.0	-2.0		0.4	-0.6	0.8	-2.9	-7.0	-11.0	-15.2	-18.9	-31.1	-46.8	-43.1		9.1	
	城镇调查失业率	当月值	5.1	5.0	5.0	5.1	5.3	5.5	5.4	5.2	5.2	5.3	5.4	5.6	5.7	5.7	5.9	6.0	5.9	6.2	5.3	5.2	
	31个大城市城镇	当月值	5.2	5.2	5.2	5.2	5.3	5.5		5.1	5.2	5.3	5.5	5.7	5.8	5.8	5.9	5.8	5.7	5.7	5.2	5.2	
	CPI	当月同比	1.0	1.1	1.3	0.9	0.4	-0.2	-0.3	0.2	-0.5	0.5	1.7	2.4	2.7	2.5	2.4	3.3	4.3	5.2	5.4	4.5	
	核心CPI	当月同比	1.3	0.9	0.9	0.7	0.3	0.0	-0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.9	1.1	1.1	1.2	1.0	1.5	1.4	
	PPI	当月同比	8.9	8.8	9.0	6.8	4.4	1.7	0.3	-0.4	-1.5	-2.1	-2.1	-2.0	-2.4	-3.0	-3.7	-3.1	-1.5	-0.4	0.1	-0.5	
	美元兑人民币	平均汇率	6.5	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.6	6.7	6.8	6.9	7.0	7.1	7.1	7.1	7.1	7.0	7.0	6.9	7.0
	信贷	社会融资规模	存量同比	10.7	11.0	11.0	11.7	12.3	13.3	13.0	13.3	13.6	13.7	13.5	13.3	12.9	12.8	12.5	12.0	11.5	10.7	10.7	10.7
M2		当月同比	8.3	8.6	8.3	8.1	9.4	10.1	9.4	10.1	10.7	10.5	10.9	10.4	10.7	11.1	11.1	11.1	10.1	8.8	8.4	8.7	
金融稳定	百城住宅价格指数	当月环比	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.4	0.2	0.5	0.4	0.5	0.3	0.3	0.1	-0.2	0.3	0.4	
	上证综合指数	当月均值	3513.9	3575.9	3508.9	3453.5	3443.0	3576.9	3566.4	3399.7	3345.5	3301.7	3288.9	3374.2	3288.8	2940.7	2867.1	2814.1	2852.1	2927.5	3078.7	2962.1	

资料来源：Wind，光大证券研究所

数据说明：2021年的经济增长数据均为两年平均复合增速

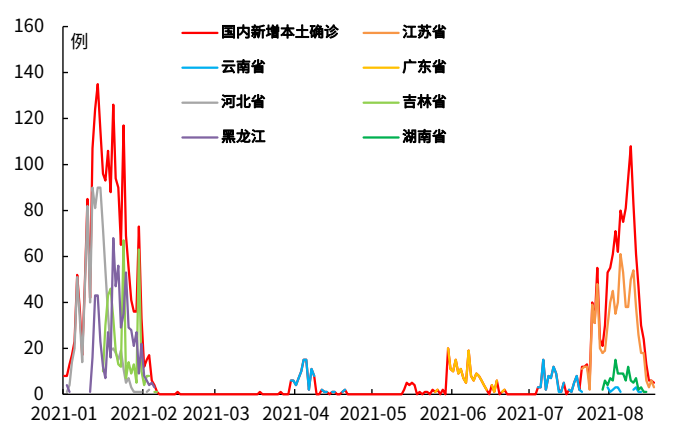
第一，疫情持续散发、融资需求大幅回落、景气调查指标持续回落等迹象，均表明国内经济增速的趋缓压力有所提前及增强。

一则，国内疫情自年初以来呈现出多次多点散发态势。“德尔塔”变异毒株自6月份以来三次突破国内防疫屏障，第一次及第二次分别被控制在广东省及云南省，而第三次则由江苏省向全国扩散开来，目前虽已得到控制，但对实体经济已经产生明显影响，并且疫情持续散发对于政策及市场预期影响有所加强。

二则，国内经济景气程度正在回落，经济增速趋缓逐渐显现。年初以来国内经济景气趋势逐渐呈现放缓态势，7月再次跌入衰退区间。同时，7月主要经济数据多呈现大幅回落态势，虽然有疫情扩散、强降水及限电等短期因素的影响，但在基建发力不确定性较高的背景下，经济增速的趋缓压力难以化解。

三则，严监管叠加弱需求致使融资增速大幅萎缩。一方面，3月份以来央行等部委持续收紧房贷政策，对违规流入房地产领域的信贷进行排查，叠加部分城市已经开始上调房贷利率，房贷政策趋紧对房地产相关企业融资的挤压逐渐显现。另一方面，从银行家调查问卷来看，二季度大、中、小型企业的贷款需求指数均呈现出明显的下行态势，表明实体企业信贷需求有所回落。

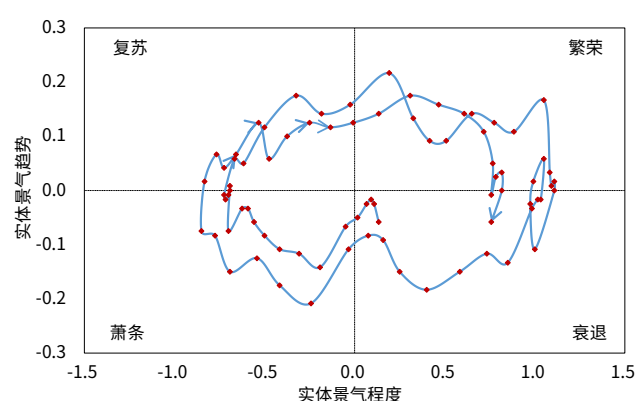
图2：新冠疫情在国内多次多点散发



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2021年8月18日

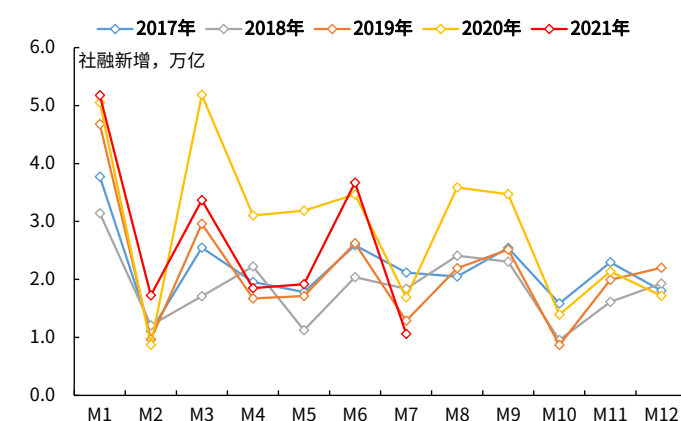
图3：实体景气度再次跌入衰退区间(按箭头所指方向循环)



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2021年7月

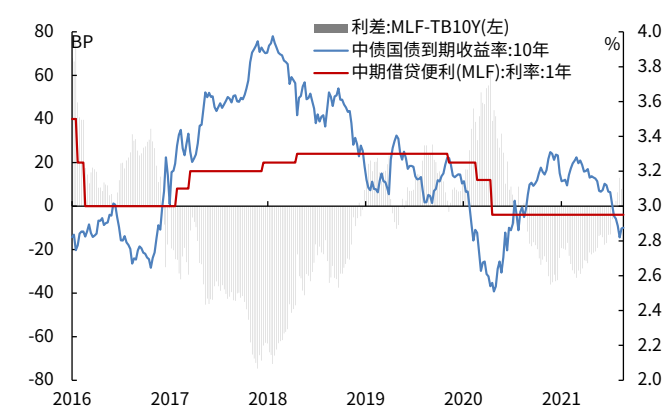
图4：7月新增社融明显弱于季节性走势



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至2021年7月

图5：十年期国债利率与MLF操作利率倒挂



资料来源：Wind，光大证券研究所

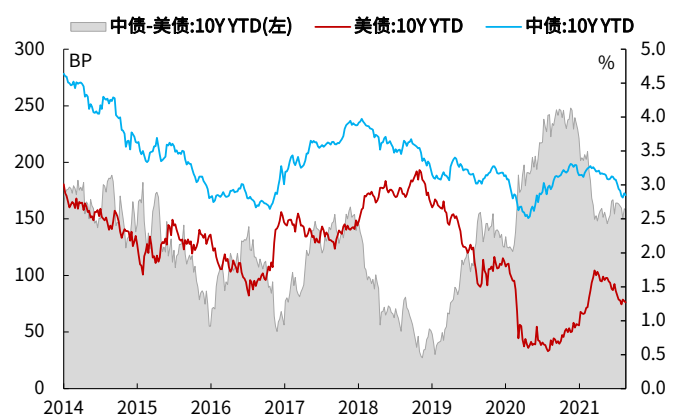
数据截至2021年8月18日

第二,美国财政刺激法案有望加快落地,通胀维持高位及经济预期改善的背景下,预计美联储缩减 QE 的步伐将有所加快,留给我国央行为兼顾内外平衡创造政策空间的窗口期正在收缩。

一是,美国中期经济预期的走强,以及缩减 QE 渐行渐近,将推动美元指数及美债收益率上行。一方面,美国时间 8 月 10 日,美国参议院以基建法案和预算决议的形式,通过了拜登政府的财政刺激计划,财政刺激规模基本等同于拜登政府前期所提出的“家庭计划”及“就业计划”。拜登政府一揽子财政刺激计划通过参议院决议,明显提高了市场对美国的中期经济预期。另一方面,美国 FOMC 的 7 月 27-28 日会议纪要显示,多数决策委员认为,目前通胀水平已经达到委员会进行资产购买缩减(Taper)的标准,并支持今年开始 Taper 的决定。

二是,中美利差的收缩将加大资本外流及人民币贬值的压力,留给我国央行为兼顾内外平衡预留政策空间的窗口期正在收缩。回溯来看,2015 年 12 月美联储开启加息周期之后,由于美元升值及中美利差回落等因素,人民银行外汇占款持续大幅净流出,人民币汇率出现较大贬值压力。即便中美均处于紧缩周期,但由于人民银行的紧缩程度弱于美联储,资本外流及汇率贬值的压力仍然难以避免,若当时中美处于不同的政策周期,资本外流及汇率贬值的压力无疑会更大。

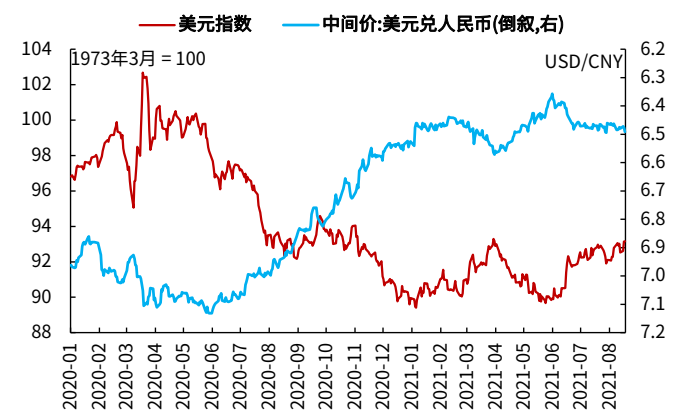
图 6: 美债收益率上行将加剧中美利差收窄



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 8 月 18 日

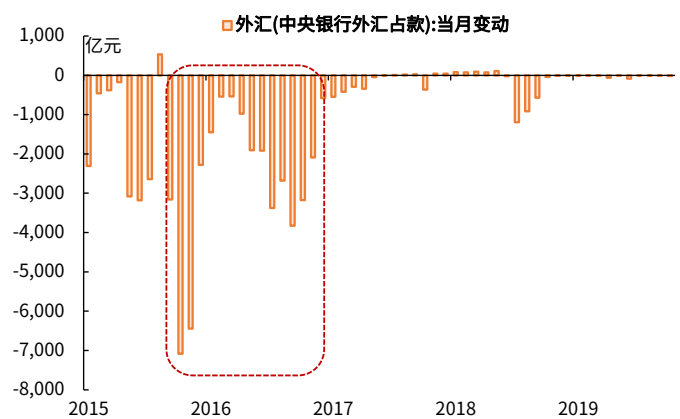
图 7: 美元指数走强将推动人民币汇率承压



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据区间为 2020 年 1 月 2 日至 2021 年 8 月 17 日

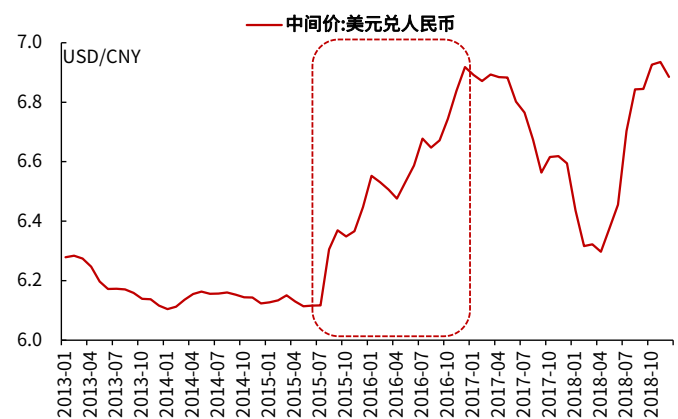
图 8: 美国加息周期中我国外汇储备呈现大幅净流出状态



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据区间为 2015 年 1 月至 2019 年 12 月

图 9: 美联储加息周期下,人民币汇率面临较大的贬值压力



资料来源: Wind, 光大证券研究所

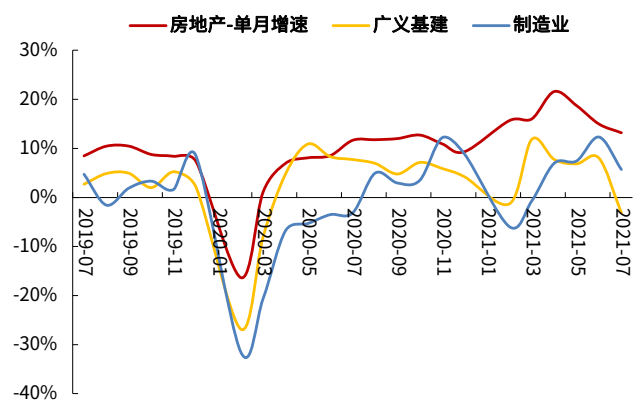
数据区间为 2013 年 1 月至 2018 年 12 月

二、国内经济增速趋缓节奏加快

2.1 7 月经济数据不及预期，经济趋缓节奏提前

7 月经济数据不及预期，经济趋缓节奏提前。此前，市场对于下半年经济的担忧集中于出口和地产。然而在疫情反复和极端天气冲击下，7 月消费、制造业投资、生产均不及预期。基建投资因为 7 月专项债未如期放量，增速不及预期，出口也出现了明显下行信号。下半年经济趋缓节奏提前来临，压力增强（详见 8 月 16 日的报告《经济压力超预期，基建亟待反弹》）。

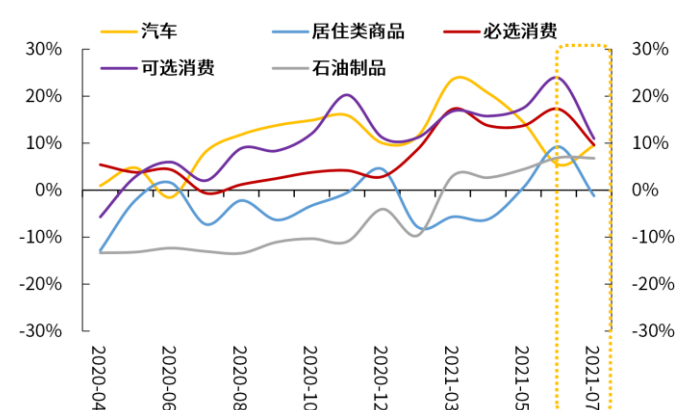
图 10：7 月制造业、基建、房地产投资增速均出现回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

图 11：7 月社零中可选消费、必选消费和居住类商品大幅回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

备注：2021 年单月增速，为与 2019 年同期相比

经济内生动能方面，制造业和消费的复苏进程被 7 月疫情打乱。向前看，国内疫情反复和全球疫情走势不明朗，会放大前期制约消费和制造业复苏的因素，比如上下游通胀剪刀差抑制下游企业盈利恢复、居民收入恢复不均衡、居民储蓄倾向较高等，均会拖累经济内生动能的复苏步伐。

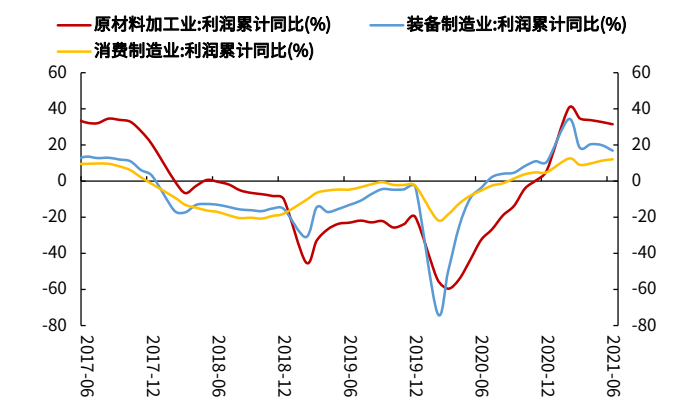
第一，制造业刚驶入弱复苏轨道，被 7 月疫情再次打断。今年以来，出口、企业盈利、信贷均保持较高景气，经济整体保持稳增长步伐。但是，上游涨价造成装备制造盈利承压，企业恢复不均衡下私营企业复苏偏慢，以及疫情反复干扰下企业投资信心不足，三个因素拖累制造业投资复苏相对缓慢。（详见 8 月 17 日的报告《为何上半年制造业投资没有反弹？》）7 月份，在疫情冲击下，制造业投资的弱复苏进程再次被打断，以 2019 年为基数，7 月单月增速 5.7%，大幅低于 6 月的 12.3% 及 4 月、5 月（7% 左右）。

向前看，上下游通胀剪刀差、出口增速回落和疫情反复，均会持续拖累制造业复苏的步伐。首先，受全球需求恢复、主要原材料供给偏紧、全球航运运力紧张等因素的影响，国际大宗商品价格会持续高位运行，压制制造业中下游企业盈利恢复。其次，海外供应链持续恢复，供需缺口逐步弥合，出口增速进入下行区间，也会影响制造业厂商设备扩张信心。第三，变异毒株持续来袭，全球疫情走势尚

不明朗，“德尔塔”病毒引发多国疫情反复，“拉姆达”变异株席卷南美，会持续影响企业的投资信心。（详见 8 月 9 日的报告《上游涨价分化，通胀剪刀差高位运行》）

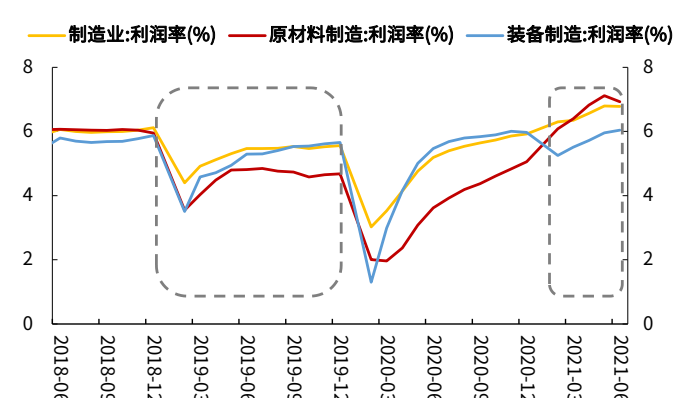
第二，消费方面，疫情防控工作约束居民活动半径，收入结构性分化，叠加居民预防性储蓄仍然较高，会继续抑制消费的复苏。与 2019 年同期相比，7 月社零增速 7.2%，低于 3 月至 6 月的表现（8.9% 以上），略高于 1-2 月（6.4%）。向前看，限制消费恢复的因素，包括收入恢复的不均衡性，居民对于未来经济担忧而保持较高的储蓄率，都会因疫情反复而放大。

图 12：上下游盈利分化加剧，装备制造、消费制造承压



资料来源：国家统计局，投入产出表（2018），光大证券研究所

图 13：制造业利润率持续分化，装备制造业利润率下滑明显



资料来源：Wind，光大证券研究所

经济外部动能方面，出口增速出现明显下行信号。7 月出口增速如期回落，虽然高技术品类和工业品出口增速依然处于较高水平，但是内部已经有不少品类的出口增速，自 6 月的高位大幅回落。随着海外供需缺口逐步收敛，中国出口增速回落压力在三季度开始显现。一则，美国失业补贴发放边际放缓，就业推进，对于居民端的需求支撑持续下滑；二则，欧美供应链在持续修复，供需缺口逐步趋向收敛，对中国产能的依赖有所下滑。4 月以来，出口的领先指标，新出口订单 PMI 已经连续 4 个月下滑。（详见 8 月 7 日的报告《进出口双双回落，经济压力进一步显现》）

图 14：7 月，各链条出口增速普遍出现回落

图 15：开发商销售回款、国内贷款增速均在放缓

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_25535

