



孙彬彬：央行降息给出什么信号？





摘要

降息超预期，时点值得关注。去年稳增长以来，一共两次降息：一次是12月中央经济工作会议后的1月；一次是7月政治局会议后的8月。

时点上有何共性？

去年末中央经济会议定调稳增长，政策靠前发力、主动作为，政策利率下调10bp。7月政治局会议召开，要求力争实现最好结果、稳定房地产市场，在此背景下政策利率再度下调10BP，降息是当前经济困难的结果，但无疑也是政策要有所行动的信号。

一度市场已经接受政策调低目标算政治账，但似乎政策考量并不是这么简单。

所以如何看待降息后的市场走势，可能还是要看货币政策以外会有哪些进一步超预期的举动。

这里面包括增量财政政策、地产政策和改善市场主体预期与行为的其他有关政策。

现阶段市场继续维持多头思维，中期内还是短多中空视角，长端区间因为降息而下移，前期在 2.65-2.85% 的区间，后续预计可能在 2.55-2.85%。

对于流动性，仍然要维持高于合理充裕水平，7 天 OMO 调降的情况下，我们预计资金利率在 1%~1.5% 的区间内。

内容目录

1. 降息体现什么政策意图?	3
2. 7月数据落地, 央行有何考量?	4
3. 未来还会再降息吗?	5
4. 重点关注货币以外增量政策行为	6
5. 债市怎么看?	6

图表目录

图 1: 2022 年 7 月经济数据表现	4
图 2: 螺纹钢期货结算价	5
图 3: 唐山钢厂高炉开工率 (周度)	5
图 4: 建筑钢材成交量 (周度、五日平均水平)	5
图 5: 石油沥青装置开工率 (周度)	5
图 6: 上半年外汇储备规模回落	6
图 7: 中美政策利率	6
图 8: 货币市场利率情况	7
图 9: 10 年国债在 1 年期 MLF 以下波动	7
表 1: 下半年经济再评估	5

央行调降政策利率, 未来债市走向怎么看? 结合 7 月经济数据, 我们对应展开讨论:

1. 降息体现什么政策意图?

今年 3 月美联储开始加息以后, 央行虽然强调要将稳增长放在更加突出的位置, 但始终坚持密切关注外围和物价, 在二季度货币政策报告中, 央行似乎向市场传达了年内不会再有降息操作。

“人民银行将继续实施稳健货币政策。一是密切关注物价走势变化，保持物价总体稳定。二是密切关注主要发达经济体货币政策调整，兼顾内外平衡。同时，保持流动性合理充裕，促进降低综合融资成本，稳定宏观经济大盘。”

——2022年4月15日降准答记者问

“2022年二季度以来，公开市场7天期逆回购和中期借贷便利(MLF)的中标利率均保持不变，这有助于在全球主要央行加息背景下平衡好内、外部均衡。”

——2022年二季度货币政策执行报告

更为重要的是，在5月25日之后，特别是6月29日总书记和7月总理两次讲话，市场逐步接受经济目标降低，算政治账的政策取向，市场对7月28日政治局会议的解读也是这一逻辑的延伸。

此时降息，显然就不是仅仅因为信贷社融二次塌方、宏观数据走低这么简单。至少表明决策层看到了经济和数据的问题，而且在采取相应的对策。

此次降息确实超预期，但我们更需要重点关注降息时间点背后隐藏的深意。

2021年末中央经济工作会议定调稳增长，随后央行按照党中央、国务院部署，充足发力、精准发力、靠前发力，于2022年1月17日降息。

“中央经济工作会议提出政策发力要适当靠前，人民银行按照党中央、国务院部署，2021年12月特别是中央经济工作会议之后，我们出台了一系列的措施，包括降准0.5个百分点，召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点，引导1年期LPR下降5个基点，将两项直达工具转化为支持小微企业的市场化政策工具。

此次中期借贷便利和公开市场操作中标利率下降，体现了货币政策主动作为、靠前发力，有利于提振市场信心，通过LPR传导降低企业贷款利率，促进债券利率下行，推动企业综合融资成本稳中有降，有助于激发市场主体融资需求，增强信贷总量增长稳定性，支持国债和地方债发行，稳定经济大盘，保持内部均衡和外部均衡的平衡。”

——2022年1月17日金融数据发布会

本次降息则是在7.28政治局会议之后。

时隔两周，我们再来重读政治局会议，会有不同的感受：

第一，经济目标下调，但不代表没有底线诉求。其中两句话最为关键，“力争实现最好结果”、“有条件、有条件的省份要争取完成经济社会发展目标”。

第二，对房地产的诉求从“促进地产市场平稳健康发展”变为“稳定房地产市场”。前者重心在于“健康”，后者重心在于“稳定”，政策诉求明显提升。

第三，要引导和发挥地方政府和微观主体主观能动性。“要发挥企业和企业家能动性，营造好的政策和制度环境，让国企敢干、民企敢闯、外企敢投。”

因此，政治局会议以后，无论是从各省领导表述（《政治局会议后，地方政府如何行动？》，20220807），还是从地产政策调整来看，积极因素确实在显现。

在此背景下央行降息，说明高层对经济增长还有诉求。

2. 7月数据落地，经济预期有多低？

经济回升趋势中断，社融信贷数据二次塌方，后续经济压力较大。

7月各项数据的同比读数是建立在去年的低基数效应之下，因此实际的经济修复情况比同比读数所呈现的更加严峻。

正如我们在团队前期报告（《信贷二次“塌方”，后续怎么看？》，20220814）中所言，当前经济在面临资产负债表衰退的同时，呈现K型衰退的特征，这也是经济的核心问题所在。此外，7月疫情反复对产需造成一定制约，叠加6月生产冲量、需求端缺口回补对未来造成一定透支，共同造成经济数据回落的局面。

图 1: 2022 年 7 月经济数据表现

指标名称	指标类型	较前月	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2022-05	2022-06	2022-07	
生产	工业增加值	当月同比	-0.1	6.6	6.5	5.6	5.4	0.7	3.9	3.8
	服务业生产指数	当月同比	-0.7	6.6	6.5	5.6	4.4	-5.1	1.3	0.6
投资	固定资产投资	累计同比	-0.4	4.0	4.5	4.2	4.2	6.2	6.1	5.7
	基建投资	累计同比	-1.9	3.3	3.5	2.7	2.3	8.2	9.3	7.4
	房地产投资	累计同比	-1.0	8.6	8.3	7.9	7.7	-4.0	-5.4	-6.4
	制造业投资	累计同比	-0.5	1.3	2.6	2.6	3.1	10.6	10.4	9.9
地产	商品房销售面积	累计同比	-0.9	9.3	8.2	7.0	5.9	-23.6	-22.2	-23.1
	房屋新开工面积	累计同比	-1.7	-3.5	-2.1	-2.7	-3.4	-30.6	-34.4	-36.1
	房屋施工面积	累计同比	-0.9	6.1	6.3	6.0	5.8	-1.0	-2.8	-3.7
	房屋竣工面积	累计同比	-1.8	1.6	6.1	5.8	6.0	-15.3	-21.5	-23.3
消费	社零	当月同比	-0.4	4.5	4.9	3.6	1.5	-6.7	3.1	2.7
	餐饮收入	当月同比	2.5	1.3	1.0	0.9	-5.8	-21.1	-4.0	-1.5
	商品零售	当月同比	-0.7	4.9	5.3	3.9	2.4	-5.0	3.9	3.2
	汽车以外消费品零售	当月同比	0.1	4.5	5.8	3.5	1.5	-5.6	1.8	1.9
	汽车类零售额	当月同比	-4.2	4.9	-2.1	5.0	1.7	-16.0	13.9	9.7
就业	城镇调查失业	率	-0.1	5.0	5.0	5.1	5.1	5.9	5.5	5.4
	31大城市城镇调查失业	率	-0.2	5.2	5.2	5.2	5.3	6.9	5.8	5.6
	16-24岁失业	率	0.6	13.8	15.4	16.2	15.3	18.4	19.3	19.9
	25-59岁失业	率	-0.2	4.4	4.2	4.2	4.3	5.1	4.5	4.3
进出口	进口金额	当月同比	3.0	14.1	12.9	19.1	13.0	2.3	1.0	4.0
	出口金额	当月同比	-1.2	17.0	12.8	15.0	11.0	18.0	17.9	16.7

资料来源: Wind, 天风证券研究所

7 月数据超预期下滑, 市场进一步调整对全年经济判断。我们基于 7 月数据情况, 对下半年经济再评估。

一方面, “疫情要防住, 经济要稳住” 基调不变, 意味着后续疫情反复对经济始终有一定扰动, 尤其是消费; 另一方面, 地产投资增速继续探底, 对经济的拖累作用在增大, 未来何时触底回升尚待观察。

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_45269

