

四季度央行有可能再实施一次全面降准

——下半年宏观政策及经济走势展望

7月央行超预期全面降准后，后续是否还会有全面降准落地，以及是否会降息，正在成为当前债市的重要博弈点。对此，我们综合考虑当前的经济运行态势、宏观政策取向及年底前资金到期状况，判断央行很有可能在四季度再实施一次全面降准，但政策性降息的可能性很小。四季度降准的主要目的将是压降实体经济融资成本，提振信贷发放，保障今年底明年初经济运行在合理区间。

一、下半年政策面将向稳增长方向适度微调。7月30日，中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。从会议公报的内容来看，本次会议对当前及今后一段时间的形势判断更为严峻。会议指出，“当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻”。而4月30日政治局会议中强调的“要用好稳增长压力较小的窗口期”在本次会议公报中未再提及。

我们认为，“在外部环境更趋复杂严峻”的背景下，下半年我国出口增速有可能出现较快下滑，而在国内房地产调控压力下，6月房地产投资两年平均增速出现下行拐点；同时考虑到当前消费修复较缓，下半年政策面向稳增长方向微调的迫切性确实在增加。

二、下半年稳增长政策的主要选项将包括再实施一次全面降准。我们认为，下半年稳增长政策有以下几个发力点：

首先是财政政策空间较大。上半年经济修复动力较强，在财政收入大增的同时，支出增速明显偏低，而1-7月新增地方政府专项债发行进度仅为36.1%，明显慢于之前两年。我们判断，接下来预算内投资和新增地方政府专项债发行进度会明显加快，推动今年底明年初基建投资形成实物工作量。这意味着下半年基建投资有可能小幅提速，年末两年平均增速有可能升至疫情前2019年3.8%的增长水平（上半年该指标为2.4%）。

其次，综合考虑下半年经济、物价走势，四季度央行有可能再次实施一次全面降准。结合下半年国际油价及国内煤、钢等工业品价格走势来看，年底前PPI同比仍将保持在6.0%左右的高位，而CPI同比则将控制在2.5%左右。这样来看，未来一段时间PPI和CPI之间的“剪刀差”仍将较为明显。为缓解下游小微企业

面临的成本压力，政策上需要再扶一把。我们预测，四季度央行有可能再次实施 0.5 个百分点的全面降准。鉴于四季度 MLF 到期量高达 2.45 万亿（作为对比，整个上半年和第三季度的到期量分别为 1 万亿和 1.7 万亿），降准释放的长期资金将部分用来置换到期的 MLF。预计这次降准将为银行节约 130 亿左右的资金成本，叠加 7 月降准的累积效应，四季度降准很可能带动报价行下调 1 年期 LPR 报价 5 个基点，从而触发市场化降息，引导企业贷款利率全面下行，进而实现今年实体经济融资成本稳中有降的政策目标。这也是下半年全球金融环境总体转向收紧背景下，我国货币政策独立性的具体体现——背后是境内外的经济修复进度及物价走势差异所致。

不过，考虑到下半年经济下行压力可控，以及美联储有可能迈出货币政策“收水”的第一步——即公布缩减购债规模计划，下半年我国央行实施“双降”的可能性很小，政策性降息（即下调 MLF 操作利率）不在我们的预测范围内。我们认为，在货币政策回归常态后，降准属常规流动性操作；降准的同时不降息，意味着货币政策仍保持稳健中性基调，并非转向全面宽松。

最后，下半年推进碳达峰和房地产调控的思路会有所调整。首先“运动式‘减碳’”会得到纠正。这一方面会确保钢铁等行业产能有序释放，避免工业生产增速过快下滑。与此同时，“减碳”压力缓解后，将对工业品价格上涨起到釜底抽薪的作用，直接有助于缓解下半年 PPI 高位运行压力。

在房地产调控方面，下半年房地产调控不会放松，但房地产投资会受到保障性租赁住房建设加快的支撑。7 月 30 日中央政治局会议在坚持“房住不炒”基调的同时，对加快发展租赁住房做出具体要求，即“落实用地、税收等支持政策”。结合近期房地产工作电视电话会议内容，我们判断，下半年房地产调控不会放松，房企融资环境难现改观——我们预测，即使四季度全面降准触发市场化降息，但主要针对居民房贷的 5 年期 LPR 报价会保持不变。但当前的政策重点已逐步从遏制房价快速上涨，到加快保障性租赁住房建设，即正在经历一个从“破”到“立”的过程。这一方面与深圳等热点区域房价上涨势头得到遏制有关，另一方面也会直接有助于稳定下半年房地产投资增速。

三、今年底明年初经济增长势头将有实现有效衔接，四季度债市收益率有望保持低位。我们预计，在宏观政策向稳增长方向适度微调后，三、四季度的 GDP 增速将分别达到 6.2%和 5.1%，两年平均增速则将分别为 5.6%和 5.8%，全年 GDP 增速有望达到 8.5%左右，两年平均增速则为 5.5%，基本回到潜在增长水平

附近。而 2022 年一季度 GDP 则有望实现 6.2% 的同比增长，从而实现今年底明年初经济增长势头的有效衔接，确保经济运行在合理区间，最终推动就业市场稳步复苏。

我们认为，若四季度降准落地，不仅将激励银行加大贷款投放力度，而且会带动货币市场和债券市场利率全面下行，从而为稳增长创造更为有利的金融货币环境。这也意味着，尽管下半年财政边际发力、专项债发行加速将给债市带来一定调整压力，但在货币边际宽松、全面降准有望落地的核心逻辑支撑下，下半年债市面临的风险并不大，供给压力带来的阶段性回调反而可能是加仓的机会。我们判断，年底 10 年期国债收益率有望保持在 2.9% 上下，较 2020 年末下行 25 个基点左右。