

富荣固收：货币政策灵活适度 降息概率增大

上周回顾：

受央行重启 14 天逆回购、大行匿名融出、及降准资金影响，非银资金面平稳偏松，但价格走势分化跨年较贵，交易所隔夜利率攀升。10 年国债活跃券全周下行 3BP，利率曲线走平。全周 1Y、5Y、10Y 国债中债估值分别变动+1.8BP、-3.1BP 和-3.1BP，10-1Y 国债利差缩窄 6BP。信用债利率走势分化，3 年期城投债变化-0.5~2.5BP，其中 AAA 与 AA-品种利率下行，其余品种为上行，3 年期中票下行 1~2BP。各权益指数以下跌为主，具体看，上证综指下跌 0.39%，沪深 300 指数下跌 0.67%，创业板指下跌 4.00%。中证转债上涨 0.70%，跑赢各权益主要指数。其他资产方面，在岸人民币对美元贬值 0.42%收于 6.3692，伦敦金现涨 0.22%至 1801.90 美元/盎司，标普 500 指数上涨 2.28%，布油价格上涨 3.56%至 76.14 美元/桶，LME 铜涨 0.65%，10 年美债大幅上行 9BP 收于 1.50%。

专题：货币政策展望

(1) 周六召开的货币政策委员会例会，延续了中央经济工作会议的定调，给予了市场未来货币政策偏宽松主动的确切信号。在 12 月央行宣布降准之后，市场对宽信用与宽货币的先后顺序、以及宽货币是否真正开启产生了矛盾，MLF 续做 5000 亿这一偏中性的操作，让货政取向变得更加模糊。此次例会表示“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，更加主动有为，加大对实体经济的支持力度。”补充说明了中央经济工作会议中对货币政策较为简短的描述，展示出财政、货币双主动的取向。

(2) 无需过度解读例会中重提“两个匹配”与“宏观杠杆率基本稳定”。中央经济工作会议对于货币政策的描述较少，而在此例会中重提相关杠杆率表述，我们认为不用过分解读。

从历史来看, M2 与社融增速与名义 GDP 的基本匹配不是完全相等。抛开波动较大的社融, 2010 年以来 M2 的同比增速与名义 GDP 之间相差-3%~5%均属合意区间, 并非严丝合缝的相等。“两个匹配”更多的是为宏观杠杆率不失速, 是一种底线, 但执行起来却有相当的弹性。而这个弹性完全可以满足货币政策主动有为的诉求。总量性货币工具托底信贷与宏观经济、结构性货币政策工具直达部分领域, 是央行未来的操作思路。

(3) 未来资金面和债市将会如何变化?

1.短期来看, 下周央行只需放量 7 天逆回购操作维护资金面即可, 在各种政策信号定调下, 跨年资金面及跨节资金面会有央行的积极操作保持平稳, 避免出现 2021 年跨年跨节前后先过度宽松后小钱荒的大开大合局面。而近期资金面宽松、宽信用证伪主导了上周利率下行, 因此市场对例会信号的反应可能不会太大, 但会保留现今利率下行的成果, 或将为未来突破 2.8%的铁底做准备。

2.长期来看, 例会确认的货政主动有为的信号, 将增大未来降息的概率。2020 年 MLF 下调 20BP, 压缩了 LPR 一年期主动减少加点幅度的意愿。此次 LPR 一年期下调, 代表着之前 MLF 下调对 LPR 主动下行的掣肘解除, 打开了 MLF 与 LPR 五年期的下调空间。我们认为, 降息更代表货币政策的宽松, 在经济下行阶段, 降息对经济提振的效果则比降准更加有效, 因此降息大概率不会缺席, 来贴合此次政策表述及宏观经济背景的诉求, 但降息时点则需进一步博弈, 开年或一季度末概率均有。

重点关注:

11 月工业企业利润数据 (周一)、美国初次申请失业金人数 (周四)、12 月 PMI 数据 (周五)、财政会。

风险提示:

1、本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告仅反映发布时的资料、观点和预测，可能在随后会作出调整。2、本报告中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。