

## 1、1月降息预期落空

1月16日，央行开展820亿元7天期和740亿14天期逆回购操作，并超量续作了7790亿元1年期MLF，中标利率分别为2.75%、2.0%、2.15%，均未做调整，央行选择“加量而不降价”，市场博弈的降息落空。

## 2、宽货币一般前置发力，真正发力稳增长的时期往往没有货币总量宽松

如2014-2015年间，货币总量宽松，央行连续大幅降准降息，在2014年11月首次降息后，2015年连续5次降息、4次降准，同时多次下调逆回购利率，一年期贷款基准利率合计下调140bps，存款准备金率合计下调3%，但在此期间经济一路下行。2016-2017年货币没有总量宽松、反而有加息，但是经济企稳上行；

又如2018年间，货币总量宽松，央行合计下调存款准备金率1.5%，并引导货币市场利率大幅下行，R007中枢由2018年初3.23%降至年末2.69%左右，但经济下行。2019年1-3月，尽管有降准，但货币市场利率中枢不变，经济明显上行。

由此可见，我国在经济下行期，往往采用减税降费+降准降息的方式，对于托底经济起到了一定作用，但是对扭转经济下行、让经济上行，可能作用并不明显。实体经济往往是顺周期的，经济下行阶段，即便市场流动性非常充裕，但资金很难流入到实体经济中。造成的可能结果是，在经济下行期货币总量宽松，而消费、投资不上升，由于居民风险偏好较低，进一步导致储蓄率上升，这也是2018年以来储蓄率上升的资金来源之一。

此外，美联储加息仍未结束，人民币汇率依然有一定贬值风险，此时降息可能会打断人民币汇率升值节奏，政治局会议和中央经济工作会议均提到了提振市场信心，如果人民币贬值或将打击市场信心，因此人民币贬值风险也是制约央行此次降息的考虑因素。

## 3、当前稳增长更需要政府直接创造需求

通过政府直接创造需求，即宽财政+宽信用+宽地产+结构性货币政策，可以在复苏阶段对实体经济发挥更显著的作用。

对货币政策，近期央行多次提及发挥结构性的货币政策的作用，要求结构性货币政策工具做好“加法”，因为结构性货币政策是直达实体经济、直接创造需求的，在经济复苏阶段比总量的货币政策更有效。结构性货币政策的一个主要发力点，是政策性银行，这也是中央经济工作会议罕见点名政策性银行的重要原因。

#### 4、对于债市，2023年的机会来自回调

资金利率正常化并不需要经济基本面强复苏。隔夜利率低于政策利率，往往是由冲击事件导致的，例如包商、永煤、地产停贷、理财赎回等事件的出现，导致央行有压低资金利率的必要，在市场企稳后，低资金利率的必要性降低，隔夜利率就应该回升。

我们9月提出，关注11月资金利率正常化可能导致的债市调整风险；11月债市大跌之后，我们12月中旬提出央行维稳，“对于二永，无需再等”；债券收益率回落之后，我们1月上旬提出不宜过度追逐。站在当下，我们认为债市仍有两个风险点：一是股市可能快速上涨，引发新一轮理财赎回，甚至固收整体资产赎回；二是经济可能是强复苏，引发债市新一轮上行。我们维持2023年债市机会来自回调的看法，每一次超跌之后，则是新的债市波段性机会。

对于权益和转债，我们继续强调——2023年是“反转之年”，权益市场和转债或将全面上行，这期间并不需要货币总量宽松、降准降息。降准降息时期，除了2014-2015年，基本都是权益市场的下行期。宽财政+宽信用+宽地产+结构性货币政策，可以对当前实体经济的复苏发挥更显著的作用。

风险提示：政策变化超预期、疫情扩散超预期。

本文源自券商研报精选