

日期：2021年07月08日



# 即使降准来，货币平依旧

——2021年7月7日国常会事件点评

分析师： 胡月晓  
 Tel: 021-53686171  
 E-mail: huyuexiao@shzq.com  
 SAC 证书编号: S0870510120021

报告编号：

相关报告：

## ■ 主要观点

### 基础货币增长不足制约流动性扩张

中国货币增长的主要问题，是基础货币增长不足，虽然 2021 年基础货币增速并没有出现前 2 年的持续萎缩状态，但增速不到 M2 的一半。M2 维持当前水平，依靠发挥资本市场功能和支付技术进步带来的现金流出减少，而得以促进货币乘数提高，但 2021 年 4Q 后，货币乘数已进入了均衡期。

### 货币环境中性格局不变

即使降准，货币增速也不会提高，货币环境中性格局不变。降准是对冲性的，对冲基础货币增长的不足。另外，中国货币形成性质已由外生转向内生，利率对货币增长的影响逐渐扩大；而降息受到制约较多，工具使用相对滞后。降准只会对货币市场产生短时扰动性影响。

### 降准或先来，降息或随后。

通胀拐点确认需要 2-3 个月数据支持，降准或先来，降息或随后。年内或都能看到，通胀预期衰退后，股债均临上升；通胀交易衰退将决定 H2 资本市场运行格局，低估工业制成品和需求稳定的中游制造业值得关注！

### 货币政策结构化定位将拓展

货币结构性政策重心进一步明确，货币定向投放是政策着力点，未来投放方向将由普惠扩展到与“碳减”双并重。即金融机构 RRR 政策“三档两优”体系中，降准优惠标准将由普惠扩张到普惠和“碳减”。

## 事件：国常会再提降准

国务院总理李克强7月7日主持召开国务院常务会议，决定加大金融对实体经济支持，推出支持碳减排的措施。

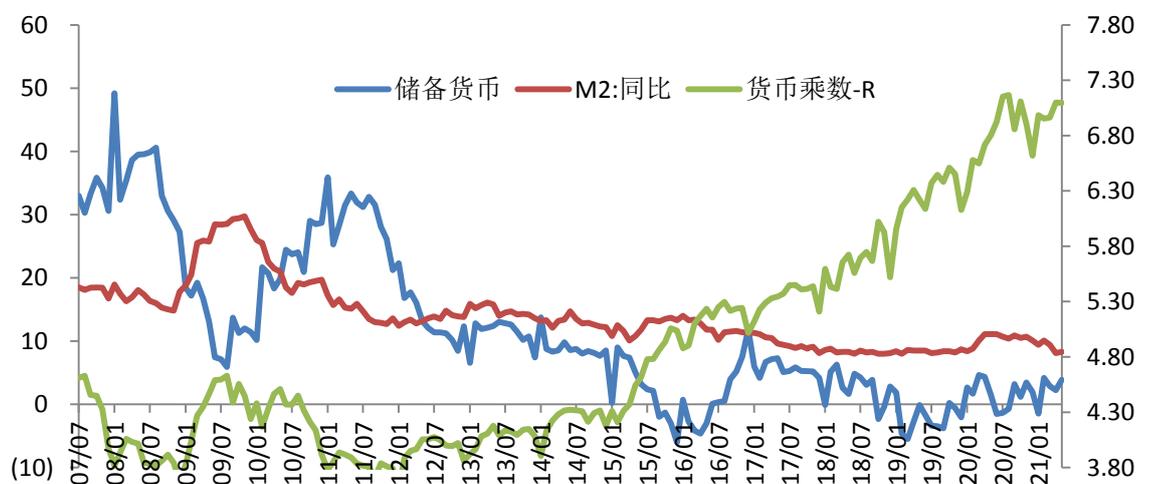
会议决定，针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响，要在坚持不搞大水漫灌的基础上，保持货币政策稳定性、增强有效性，适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降。同时推动绿色低碳发展，设立支持碳减排货币政策工具，以稳步有序、精准直达方式，支持清洁能源、节能环保、碳减排技术的发展，并撬动更多社会资金促进碳减排。在试点基础上，于今年7月择时启动发电行业全国碳排放权交易市场上线交易。下一步还将稳步扩大行业覆盖范围，以市场机制控制和减少温室气体排放。

## 事件解析：货币背景

### 1.基础货币增长不足制约流动性扩张

中国货币增长的主要问题，是基础货币增长不足，虽然2021年基础货币增速并没有出现前2年的持续萎缩状态，但增速不到M2的一半。M2维持当前水平，依靠发挥资本市场功能和支付技术进步带来的现金流出减少，而得以促进货币乘数提高，但2021年4Q后，货币乘数已进入了均衡期。

图1 中国基础货币和广义货币增长(%)



数据来源：Wind，上海证券研究所

降准是中国货币政策体系一直存在的选项，虽然中国基础货币增长 2014 年后主要靠央行创设工具，主要为 MLF 和贷款、贴现等，但也受国债规模不足制约。欧美央行报表“爆表”下，金融市场上国债不足是当前运行主要问题之一。

**表 1 中国央行报表基础货币构成变化（季度环比，亿元）**

日期	外汇储备	OM+窗口	债券发行	其它负债	基础货币
2018-06	241.74	3,522.13	0.00	538.25	-2,878.97
2018-09	-1,109.63	5,909.36	0.00	592.35	-552.84
2018-12	-1,527.47	2,184.10	0.00	12.11	13,038.17
2019-03	-20.03	-17,849.92	115.00	-323.14	-27,245.49
2019-06	-81.45	8,192.76	425.00	1,339.60	9,374.95
2019-09	-101.25	4,914.52	200.00	1,790.77	-7,203.99
2019-12	-36.69	10,974.03	80.00	-2,632.94	18,292.96
2020-03	-238.22	-4,734.52	-35.00	790.97	-6,368.23
2020-06	-336.57	-1,395.74	-35.00	1,546.62	-9,468.17
2020-09	-117.07	12,001.02	0.00	1,544.92	7,304.73
2020-12	-317.30	9,735.85	-50.00	-132.37	14,784.86
2021-03	245.17	-8,698.25	0.00	356.35	-3,471.98

数据来源：Wind，上海证券研究所

## 事件影响：对经济和市场

### 2. 货币环境中性格局不变

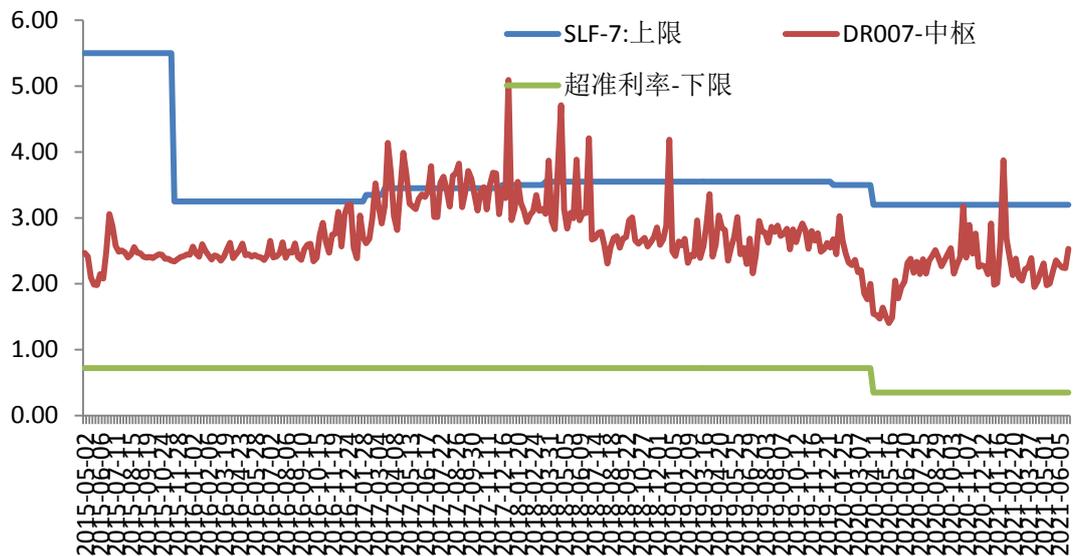
即使降准，货币增速也不会提高，货币环境中性格局不变。降准是对冲性的，对冲基础货币增长的不足。另外，中国货币形成性质已由外生转向内生，利率对货币增长的影响逐渐扩大；而降息受到制约较多，工具使用相对滞后。降准只会对货币市场产生短时扰动性影响。

### 3. 降准或先来，降息或随后。

通胀拐点确认需要 2-3 个月数据支持，降准或先来，降息或随后。年内或都能看到，通胀预期衰退后，股债均临上升；通胀交易衰退将决定 H2 资本市场运行格局，低估工业制成品和需求稳定的中游制造业值得关注！

从利率走廊情况看，中国降息的条件是具备的，秩序等待合适时机，即通胀拐点的确认！

图2 中国利率走廊运行态势



数据来源：Wind，上海证券研究所

2020年以来货币增长最大的变化，不在于M2增长跟随因疫情改变

### 事件预测：趋势判断

#### 4. 货币政策结构化定位将拓展

货币结构性政策重心进一步明确，货币定向投放是政策着力点，未来投放方向将由普惠扩展到与“碳减”双并重。即金融机构RRR政策“三档两优”体系中，降准优惠标准将由普惠扩张到普惠和“碳减”。

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\\_20586](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20586)

