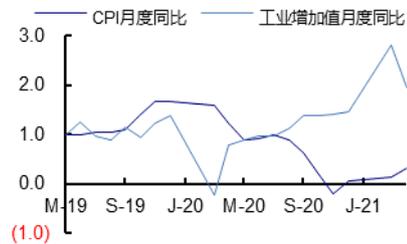


**CPI与工业增加值月度同比增速**

**宏观数据**

固定资产投资累计同比	15.40
社零总额当月同比	12.40
出口当月同比	27.90
M2	8.30

**相关研究报告:**

《国信证券-宏观固收: 历史同期分位数法研判金融数据》——2021-05-14  
 《宏观专题报告: 油铜“轮盘”》——2021-03-29  
 《信用周期: 从“二分法”到“三段论”》——2021-04-08  
 《当金融数据遇到基期效应: 三点化解思路》——2021-04-26  
 《宏观专题报告: 理论探讨系列——为什么经济增速与利率会同向运行?》——2021-04-08

**证券分析师: 王开**

电话: 021-60933132  
 E-MAIL: wangkai8@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521030001

**证券分析师: 董德志**

电话: 021-60933158  
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100001

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**宏观快评**

## 国常会点评: 适时降准支持中小微企业

**事件:** 7月7日召开国务院常务会议, 决定加大金融对实体经济的支持, 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。

**● “降准”关键词: 大宗商品上涨、企业生产经营、中小微企业**

本次提及“降准”, 所应对的问题还是稳增长。大宗商品价格上涨传导至下游企业造成其生产成本抬升, 中小微企业经营受到的冲击比大中企业更高。在控制通胀和保增长两端, 政策的天平还是倾向于结构性的保增长, 通过缓解债务端的压力来疏导成本端的困扰。

**● 对实体经济: 降准若落地, 有助于下半年经济回升**

近几次国常会提及“降准”后, 央行大多采取了降准政策, 唯一的一次例外是在2020年的6月17日。若本次降准靴子落地, 对于下半年经济增长无疑利好的。在疫苗接种率不断提高、社交距离开启后, 海内外之前压抑的需求会逐渐释放, 下半年两年复合增速口径下中国、美国和欧元区经济预期均有走高倾向。

**● 短期股、债均获激励, 长期预计出现分化**

对资产价格的影响: 政策落地初期, 在宽松预期氛围支撑下, 股、债均有望获得激励, 但是随着后期经济基本面的方向选择, 股债会出现分化, 预计在经济回暖预期下, 股市获得的支撑力度更为持久。

## 内容目录

国信证券投资评级 .....	6
分析师承诺 .....	6
风险提示 .....	6
证券投资咨询业务的说明 .....	6

## 图表目录

图 1：大宗商品价格上涨对下游利润影响最大 .....	5
图 2：二季度大、中、小型企业贷款需求均有回落 .....	5
图 3：PPI 见顶前后上、中、下游企业利润（1999-2010） .....	5
图 4：PPI 见顶前后上、中、下游企业利润（2011-2021） .....	5

国务院总理李克强 7 月 7 日主持召开国务院常务会议。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。

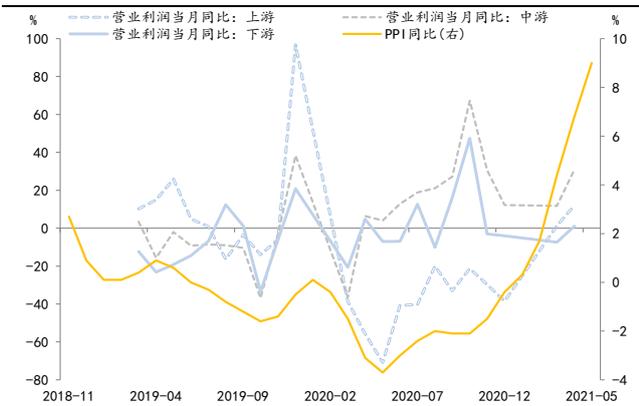
**本次提及“降准”，所应对的问题还是稳增长。**大宗商品价格上涨传导至下游企业造成生产成本抬升，中小微企业经营受到的冲击比大型企业更高。相比于控制通胀，政策还是选择了结构性的保增长，通过缓解债务端的压力来疏导成本端的困扰。（1）回顾二季度：根据央行二季度调查问卷，居民收入感受指数和收入信心指数均没有改善，这也造成了二季度预防性储蓄积攒、消费难有起色。无论是总量上的贷款需求指数，还是结构上的大、中、小型企业，或是分行业的制造业和基建设施贷款需求，较一季度均出现回落。降准有助于刺激下半年居民消费和企业信贷需求，在海外疫情冲击下稳固中国经济复苏基础。（2）展望下半年：历次经验显示在 PPI 的同比增速越过高点后，上、中、下游产业的利润增速都会面临拖累，下游面临的拖累相对小些。因此下游产业在下半年仍未脱离成本冲击和盈利下滑的压力，处在这个环节的中小微企业面临 K 型分化的压力较大，也是政策的着眼点。

**对实体经济而言，降准若落地，有助于下半年经济回升。**近几次国常会提及“降准”后，央行大多采取了降准政策，且时间间隔最长未超过两天。2014 年 4 月、5 月国务院提及“降准”到央行降准或定向降准分别间隔了 6 天、10 天，2018 年 4 月、6 月、12 月从提及到落地分别间隔了 5 天、4 天和 11 天，2019 年 9 月、2020 年 3 月上旬和月底提及后，到政策落地均经过 3 天。唯一的一次例外是在 2020 年的 6 月 17 日，随着当初经济受到疫情冲击的担忧逐渐缓解，降准并未实际落地。若本次降准靴子落地，对于下半年经济增长无疑利好的。在疫苗接种率不断提高、社交距离开启后，海内外之前压抑的需求会逐渐释放，下半年两年复合增速口径下中国、美国和欧元区的经济预期均有走高倾向。我们认为商品价格抬升的压力下半年只是边际缓解，PPI 同比预计还在高位震荡。降准释放流动性呵护实体经济，经济基本面也面临通胀的影响。

**提及降准也是在海外货币收紧预期下的未雨绸缪。**海外市场方面，美联储 6 月中旬的会议从长期宽松预期，扭转为释放 2023 年加息 2 次的鹰派信号，届时国内的政策空间会稍显被动。更广义地看，全球央行分歧指数指向收紧货币的央行比重超过宽松或维持中性的央行，全球 M2 和 M1 同比增速也出现了拐点。因此，适时、适度的降准也是为了让国内经济，在面对外部冲击时有更多的主动性，积攒货币政策对应海外货币政策环境变化的弹性，让国内经济在更加牢固的增长基础上应对外部风险。全球通胀持续走高最终会成为压垮海外过度宽松货币环境的最后一根稻草，在海外量、价方面的货币政策收紧之前未雨绸缪。

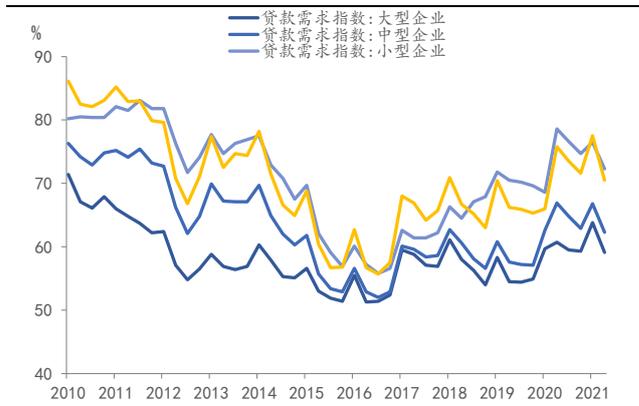
**资产价格方面，短期股、债均获激励，长期预计出现分化。**政策落地初期，在宽松预期氛围支撑下，股、债均有望获得激励，但是随着后期经济基本面的方向选择，股债会出现分化，预计在经济回暖预期下，股市获得的支撑力度更为持久。

图 1：大宗商品价格上涨对下游利润影响最大



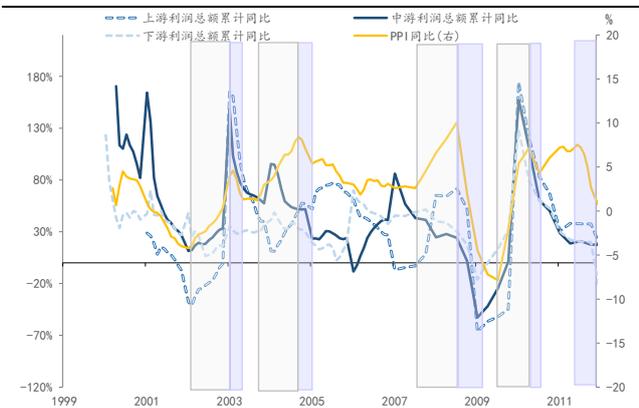
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

图 2：二季度大、中、小型企业贷款需求均有回落



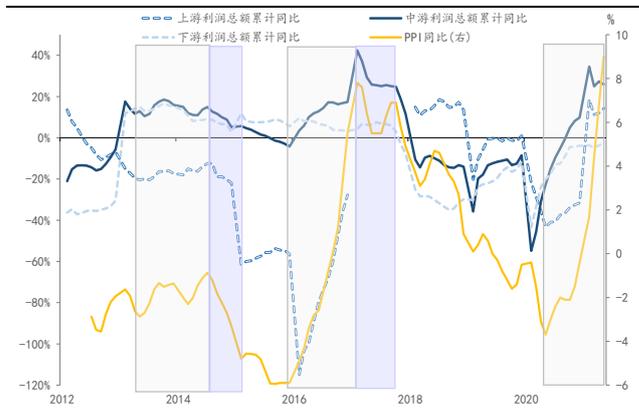
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理。

图 3：PPI 见顶前后上、中、下游企业利润（1999-2010）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图 4：PPI 见顶前后上、中、下游企业利润（2011-2021）



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：2021 年为两年复合增速。

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\\_20602](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20602)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>