

2021 年 07 月 10 日

总量与结构的平衡艺术——关于 7 月降准的思考

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfei1@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

事件：中国人民银行决定于 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），释放长期资金约 1 万亿元。

● **超预期降准，旨在缓解经济结构性问题；全面而非定向降准，激励大行行为疫后经济恢复明显不均衡，大宗商品涨价进一步加剧结构性问题，亟待缓解措施。**前期我们反复提示，疫情对经济微观主体的“伤害”可能存在低估；近两个月经济数据显示，中小微企业、中低收入人群的经济活动远未恢复正常，偏中下游行业生产和投资、居民消费等修复明显偏弱。供需失衡等下，大宗商品涨价推升中下游企业生产经营成本，对企业利润的挤压也会影响到居民收入和消费等修复。**全面而非定向降准，降低银行成本的同时，激励大行加大对中小微企业支持。**在银行超储率偏低下，居民“存款搬家”、企业和居民之间的信用派生减弱等，加大银行获取稳定负债的难度；而下半年 MLF 到期规模较大，掣肘央行投放长钱的空间。与此同时，当前中小银行准备金率已经很低，进一步定向降准的空间较为有限；而且中小银行缺少资本金，也掣肘中小银行对中小微企业的支持能力。

● **即使 MLF 到期不续，降准集中释放长期资金也不少，关键在于引导资金流向即使 7 月 MLF 到期不续，降准实际集中释放的长期资金也不少。**央行表示，降准释放的一部分资金将被银行用于归还 MLF 到期；如果 7 月 15 日 4000 亿元 MLF 到期不续，降准实际集中释放的长期资金也不少，但后续 MLF 到期规模不小，年内长期资金投放仍需跟踪。考虑 7 月财政缴税规模较大、历史平均在 8500 亿元左右，降准实施集中释放的流动性或相对有限，不会带来短端资金大幅回落。**不同于传统周期的全面降准，当前降准释放的资金，仍需一些结构性政策加以引导。**促进实体融资成本下降的同时，降准释放的资金流向，成为后续政策的重心；一方面，要加强防范资金违规流向房地产和金融市场，另一方面，引导资金流向中小微企业、科技创新等。“双支柱”框架下，金融监管、MPA 考核等配合可期。

● **“有保有压”下，降准对经济结构性支持大于总量提振，对市场影响理性看待政策“有保有压”下，降准有助于缓解经济结构性问题，较难改变年内经济趋势。**转型攻坚阶段，政策重心转向“调结构”、“防风险”，不能沿用传统周期思维看待降准对经济的影响。全面降准配合结构性政策，对于传统地产、基建投资需求的刺激相对有限，更多在于支持制造业和居民消费修复。随着传统投资和出口见顶回落，经济趋势早已确认，下半年回落的幅度或相对缓和、结构层面趋于改善。**降准对资本市场的影响需理性看待，“留一份清醒，留一份醉”。**经验显示，降准之后债市往往受益、股票市场规律不一。在国常会提及降准后，10 年期国债收益率一度下行 10BP 至 3.0% 以下、但降准公布后反而有所上行，股票市场表现结构分化明显。年内来看，债券市场仍有流动性和经济基本面支持，但空间的打开可能还需要更多因素催化；产业结构优化加快下，股票市场可能延续结构性行情。

● **风险提示：**供给短缺持续，通胀超预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-成本压力持续显性化》-2021.7.9

《宏观经济专题-政策跟踪第 4 期：城投债融资新变化》-2021.7.6

《宏观经济专题-低估的通胀传导》-2021.7.4

目 录

1、 超预期的全面降准，旨在缓解经济结构性问题	3
2、 降准集中释放长期资金不少，关键在于流向引导	4
3、 “有保有压”下，理性看待降准对经济和市场的影响.....	5
4、 风险提示	6

图表目录

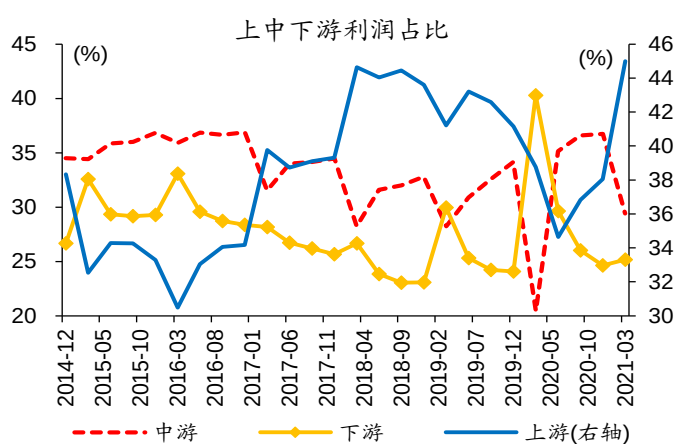
图 1： 上游对中下游利润挤压明显	3
图 2： 疫后居民收支明显低于正常水平	3
图 3： 银行超储率偏低.....	3
图 4： 中小银行存款准备金率已经很低	3
图 5： 下半年 MLF 到期规模较大	4
图 6： 7 月为财政缴税大月	4
图 7： 领先指标显示，经济趋势已定	5
图 8： 居民信贷和非标融资均低于 2020 年同期	5
图 9： 降准之后长端收益率多震荡下行，但也有上行情况.....	6
表 1： 政策注重调结构、促转型	4
表 2： 降准之后，股市表现规律不一	6

事件: 中国人民银行决定于 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），释放长期资金约 1 万亿元。

1、超预期的全面降准，旨在缓解经济结构性问题

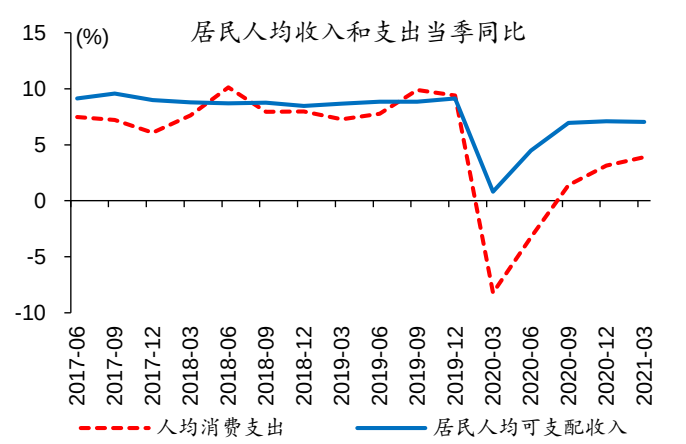
疫后经济恢复明显不均衡，大宗商品涨价进一步加剧结构性问题，亟待缓解措施。前期我们反复提示，疫情对经济微观主体的“伤害”可能存在低估；近两个月经济数据显示，中小微企业、中低收入人群的经济活动远未恢复正常，偏中下游行业生产和投资、居民消费等修复明显偏弱。供需失衡等下，大宗商品涨价推升中下游企业生产经营成本，对企业利润的挤压也会影响到居民收入和消费等修复（详情参见《消费的弹性》）。

图1：上游对中下游利润挤压明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

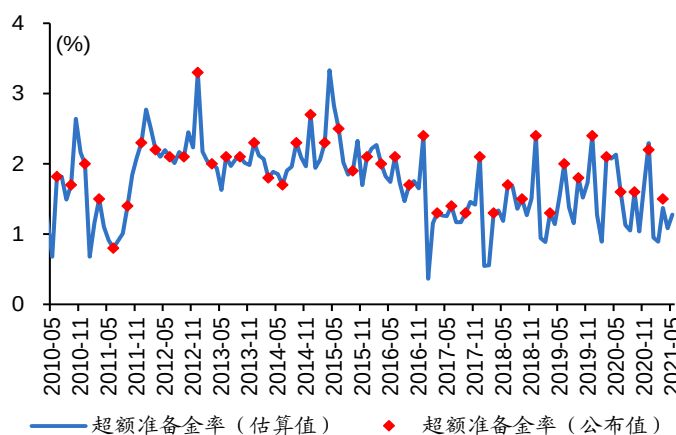
图2：疫后居民收支明显低于正常水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

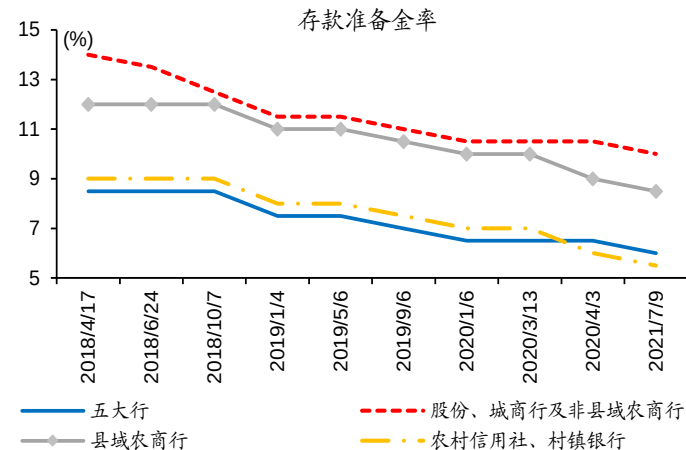
全面而非定向降准，降低银行成本的同时，激励大行加大对中小微企业支持。在银行超储率偏低下，居民“存款搬家”、企业和居民之间的信用派生减弱等，加大银行获取稳定负债的难度；而下半年MLF到期规模较大，掣肘央行投放长钱的空间。与此同时，当前中小银行准备金率已经很低，进一步定向降准的空间较为有限；而且中小银行缺少资本金，也掣肘中小银行对中小微企业的支持能力。

图3：银行超储率偏低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：中小银行存款准备金率已经很低

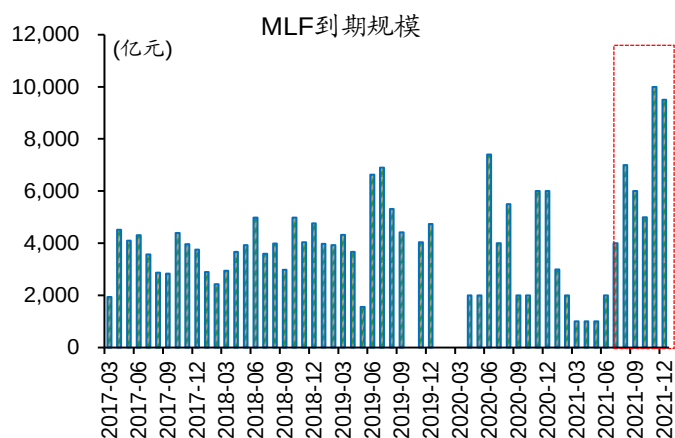


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、降准集中释放长期资金不少，关键在于流向引导

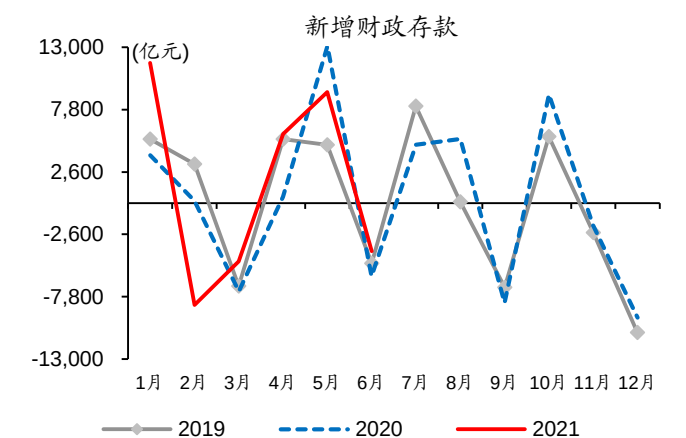
即使 7 月 MLF 到期不续，降准实际集中释放的长期资金也不少。央行表示，降准释放的一部分资金将被银行用于归还 MLF 到期；如果 7 月 15 日 4000 亿元 MLF 到期不续，降准实际集中释放的长期资金也不少，但后续 MLF 到期规模不小，年内长期资金投放仍需跟踪。考虑 7 月财政缴税规模较大、历史平均在 8500 亿元左右，降准实施集中释放的流动性或相对有限，不会带来短端资金大幅回落。

图5：下半年 MLF 到期规模较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：7月为财政缴税大月



数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

不同于传统周期的全面降准，当前降准释放的资金，仍需一些结构性政策加以引导。促进实体融资成本下降的同时，降准释放的资金流向，成为后续政策的重心；一方面，要加强防范资金违规流向房地产和金融市场，另一方面，引导资金流向中小微企业、科技创新等。“双支柱”框架下，金融监管、MPA 考核等配合可期。

表1：政策注重调结构、促转型

思路	时间	事件	主要内容
保民生	2021 年 1 月	中国人民银行工作会议	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度...继续发挥好结构性货币政策工具和信贷政策精准滴灌作用， 构建金融有效支持小微企业等实体经济的体制机制...
	2021 年 1 月	央行行长谈 2021 年金融热点问题	2021 年货币政策要“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。发挥好货币政策工具精准滴灌作用，加大对 科技创新、小微企业、绿色发展 等重点任务的金融支持...稳住宏观杠杆率... 支持好实体经济特别是小微企业发展。
	2021 年 3 月	政府工作报告	把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。 进一步解决中小微企业融资难题。延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策，加大再贷款再贴现支持普惠金融力度。
	2021 年 3 月	国务院常务会议	两项直达货币政策工具延续进一步延长实施期限到今年底，对小微企业再帮扶一把，更好发挥稳就业中的重要作用
	2021 年 4 月	一季度货币金融数据发布会	对于科技创新、小微企业、绿色发展等需要长期支持的领域进一步加大政策支持力度...加大对国民经济 重点领域和薄弱环节 的支持力度，做到 小微企业综合融资成本稳中有降。
促转型	2021 年 1 月	财政工作会议	做好重点领域风险防范化解工作 ，确保财政经济稳健运行、可持续。抓实化解地方政府隐性债务风险工作。
	2021 年 2 月	国新办发布会-国企改革	通过 风险出清实现优胜劣汰 是资本市场的正常运行机制。

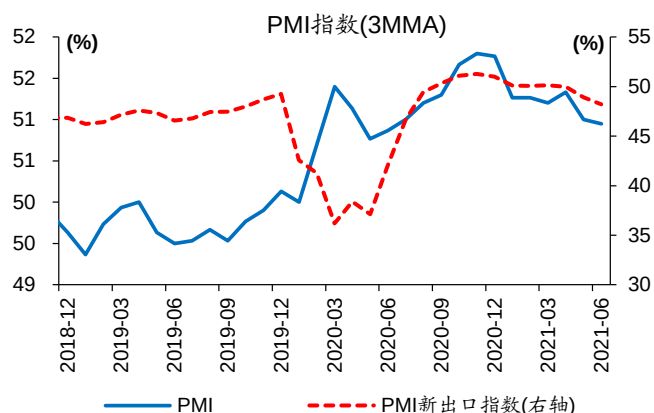
2021 年 4 月	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算。
2021 年 2 月	2020 年第四季度中国货币政策执行报告	完善金融支持创新体系，围绕创新链和产业链打造资金链，形成金融、科技和产业良性循环和三角互动，促进新技术产业化规模化应用。
2021 年 3 月	政府工作报告	依靠创新推动实体经济高质量发展，培育壮大新动能。促进科技创新与实体经济深度融合，更好发挥创新驱动发展作用。
2021 年 3 月	政治局会议	着力构建以先进制造业为支撑的现代产业体系。

资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

3、“有保有压”下，理性看待降准对经济和市场的影响

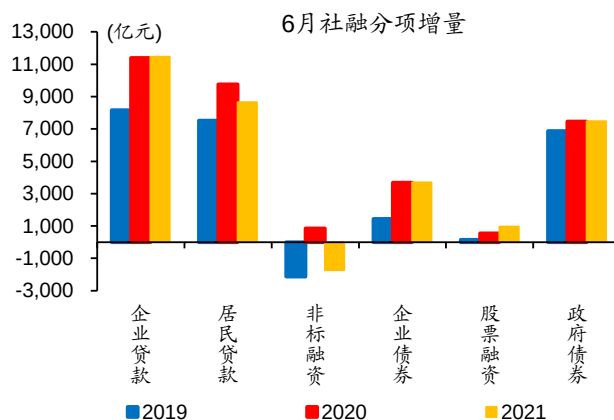
政策“有保有压”下，降准有助于缓解经济结构性问题，较难改变年内经济趋势。转型攻坚阶段，政策重心转向“调结构”、“防风险”，不能沿用传统周期思维看待降准对经济的影响。全面降准配合结构性政策，对于传统地产、基建投资需求的刺激相对有限，更多在于支持制造业和居民消费修复。随着传统投资和出口见顶回落，经济趋势早已确认，下半年回落的幅度或相对缓和、结构层面趋于改善。

图7：领先指标显示，经济趋势已定



数据来源：Wind、开源证券研究所

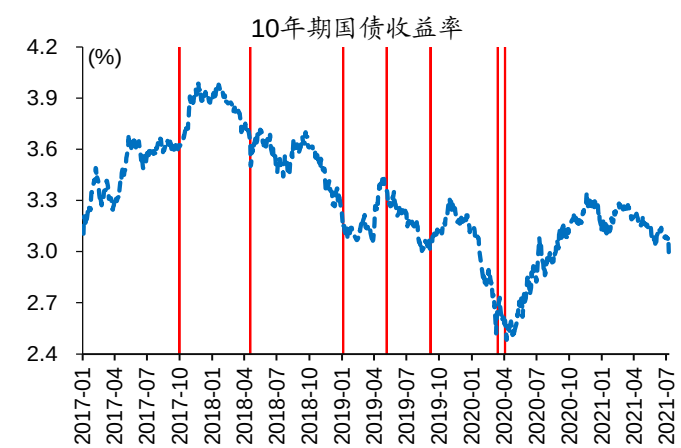
图8：居民信贷和非标融资均低于2020年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

降准对资本市场的影响需理性看待，“留一份清醒，留一份醉”。经验显示，降准之后债市往往受益、股票市场规律不一。在国常会提及降准后，10年期国债收益率一度下行10BP至3.0%以下，但降准公布后反而有所上行，股票市场表现结构分化明显。年内来看，债券市场仍有流动性和经济基本面支持，但空间的打开可能还需要更多因素催化；产业结构优化加快下，股票市场可能延续结构性行情。

图9：降准之后长端收益率多震荡下行，但也有上行情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：降准之后，股市表现规律不一

央行宣布降准	T+1	T+5	T+10	T+15	T+20	T+25	T+30
2017/9/30	1%	2%	2%	5%	4%	7%	7%
2018/4/17	0%	0%	0%	0%	2%	3%	3%
2018/6/24	-1%	-3%	-7%	-4%	-3%	-5%	-1%
2018/10/7	-4%	-8%	-9%	-5%	-8%	-8%	-6%
2019/1/4	0%	1%	1%	4%	4%	5%	7%
2019/5/6	1%	1%	2%	0%	-2%	-1%	-2%
2019/9/6	0%	0%	0%	0%	-3%	-3%	-3%
2020/1/1	1%	1%	2%	1%	0%	-2%	-2%
2020/3/13	0%	-7%	-9%	-5%	-4%	-2%	-3%
2020/4/3	0%	2%	1%	3%	3%	4%	5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

供给短缺持续，通胀超预期。

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_20646

