

宏观点评

这次不一样——对全面降准的5点理解

事件：7月9日，央行定于7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。

核心结论：降准不是因为经济下行压力大，我国政策也并未转向，下半年主基调仍是“稳货币+紧信用+严监管”，利率可能仍震荡为主、难趋势性上行或下行。

1、从时点看，7.7国常会提降准，2天后央行就迅速宣布，符合过往规律，但超市场预期。近年来国常会有5次提及降准，前4次央行在两周内均最后宣布（最快2天后，最慢11天后），但第5次（去年6月17日）后央行并未实施。鉴于本次国常会提及降准实属“意外”，再加上表述是“适时运用降准等货币政策工具”，因此普遍预测这次可能没这么快、甚至可能和去年一样不实施。

2、从原因看，央行进一步确认了本次降准不是因为经济下行压力大，而是因为大宗价格上涨、小微企业成本上升，以及为了对冲MLF到期和7月税期高峰带来的流动性缺口。一方面，国常会“意外”提及降准后，有种推测是国家可能对下半年经济比较担心，而第二天（7月8日）银行股不涨反跌似乎也是在交易这个逻辑，但央行今天的表态应是不支持这个看法：和近几个月多次高层会议一样，本次央行继续重申“当前我国经济稳中向好”，表明国家目前对经济虽有担心，但总体还是有信心、偏乐观，我们也一直认为，下半年经济虽有放缓，但更大程度是回到疫情前状态，我国经济仍处于“潜在增速附近”、总体并不差。另一方面，和国常会一样，央行指出“今年以来部分大宗商品价格持续上涨，一些小微企业面临成本上升等经营困难”，降准目的是“优化金融机构的资金结构，提升金融服务能力，更好支持实体经济”，释放的资金量“一部分将被金融机构用于归还到期的MLF（7月应有4000亿到期，下半年应有4.15万亿到期），一部分将被金融机构用于弥补7月中下旬税期高峰带来的流动性缺口”。

3、从方式看，本次为全面降准，并非普遍认为的结构性降准或普惠降准，彰显了央行呵护实体经济和降成本的决心。根据央行公告，此次降准为全面降准，除已执行5%存款准备金率的部分县域法人金融机构外，对其他金融机构普遍下调存款准备金率0.5个百分点，降准释放长期资金约1万亿。

4、从影响看，央行明确指出了“稳健货币政策取向没有改变”，我们也继续提示：本次降准并非意味着中国货币政策转向，更大意图是相机抉择，之后连续降准降息的概率不大；下半年政策主基调仍是“稳货币+紧信用+严监管”。和7.7国常会一样，央行重申“坚持货币政策的稳定性、有效性，坚持正常货币政策，不搞大水漫灌”，并和6.25央行Q2货币政策例会等会议一样，再次强调“坚持稳字当头，保持流动性合理充裕，搞好跨周期设计，支持中小企业、绿色发展、科技创新”。我们继续提示，央行后续会更加突出对中小微企业、制造业企业的结构性支持。同时，继续提示，要紧盯信用收紧进展，尤其是控房地产、地方债务化解、压表外融资、处置问题企业等领域。

5、以史为鉴，历次降准后股票、债券怎么走？以2008年以来历次降准为例，降准之后股票的长期表现通常好于短期，大小盘基本同期反映，其中小盘股表现略占优；与股市相比，债券收益率似乎更能在降准前纳入一定预期（price in），表现为降准前一周债券收益率提前下跌，降准落地后下行空间受限，不过，这一规律在2019年之后表现不显著。具体到本次降准，短期内应利好股债，展望下半年的大类资产走势，维持我们中期报告的看法：1）股市结构性机会，有4条中观主线（制造业投资、补库、涨价、地产链条）；2）债市配置性机会，尽管7月7日以来中国10年期国债收益率已下破3%，但我们仍认为下半年可能震荡为主，难以趋势性上行或下行，多重预期之后下三季度可能利率仍有上行压力；3）商品“高处不胜寒”，油价是扰动，提示下半年我国PPI有可能二次探高；4）汇率“不宜单边做”，人民币趋震荡、仍可能升值，但不确定性大。继续提示紧盯基本面、通胀、政策、疫情、中美关系等5大预期差。

风险提示：疫情演化超预期，政策执行力度不及预期，美联储收紧超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

相关研究

- 1、《宏观专题：分化下的预期差——2021年中期宏观经济和资产配置展望》2021-06-07
- 2、《“紧信用+稳货币”进一步确认——4月信贷社融点评》2021-05-13
- 3、《央行一季度货币政策报告的7大信号》2021-05-12
- 4、《把握三重“窗口”——逐句解读4.30政治局会议》2021-05-01
- 5、《央行四季度货币政策报告的7大信号》2021-02-09



图表 1: 历次降准之后我国国债走势

降准时间	观察期	上证综指 涨跌幅 (%)	沪深 300 涨跌幅 (%)	创业板指数 涨跌幅 (%)	10Y 国债收益率 (BP)	10Y 国开债收益 率 (BP)
2020-01-06	前一周	1.43	1.17	3.89	0.30	-0.61
	后一周	1.04	1.81	4.04	-5.12	-3.97
	后一个月	-8.60	-7.28	4.29	-29.12	-31.55
	后三个月	-8.52	-8.02	5.91	-62.40	-68.90
2019-09-16	前一周	0.20	-0.38	-1.09	6.76	9.97
	后一周	-1.77	-1.69	-1.75	0.79	-4.46
	后一个月	-1.72	-0.89	-3.38	7.67	2.06
	后三个月	-1.53	0.75	3.85	9.28	4.46
2019-01-25	前一周	0.22	0.51	-0.32	4.88	8.50
	后一周	0.63	1.98	0.46	-3.66	-7.24
	后一个月	13.82	17.11	21.40	3.89	5.02
	后三个月	20.07	23.78	31.96	27.95	22.66
2019-01-15	前一周	1.74	2.63	0.22	1.72	8.97
	后一周	0.36	0.49	-1.11	-3.12	1.50
	后一个月	5.81	8.76	7.55	-6.57	1.52
	后三个月	23.63	27.10	31.64	23.53	29.86
2018-10-15	前一周	-5.46	-5.00	-7.64	-2.98	-1.48
	后一周	3.38	4.60	5.18	0.53	-2.47
	后一个月	2.50	2.51	10.84	-16.39	-17.37
	后三个月	-1.26	-1.88	-0.34	-45.60	-62.93
2018-07-05	前一周	-1.90	-2.37	-0.71	-2.99	-15.86
	后一周	3.80	4.15	5.35	1.53	0.39
	后一个月	-1.05	-2.07	-5.99	-4.37	-9.48
	后三个月	-0.64	-1.54	-11.68	11.50	4.20
2018-04-25	前一周	0.86	1.66	-0.16	11.05	7.24
	后一周	-1.18	-1.70	-0.98	5.47	8.78
	后一个月	0.75	-0.32	-0.82	0.08	1.88
	后三个月	-6.81	-6.45	-10.43	-5.03	-21.34
2016-03-01	前一周	-5.86	-5.14	-12.77	0.76	2.83
	后一周	6.15	6.04	3.48	8.25	7.64
	后一个月	9.91	9.81	15.68	-1.08	6.28
	后三个月	3.27	4.64	6.39	12.49	16.54
2015-10-23	前一周	0.62	1.05	3.65	-8.16	-9.49
	后一周	-0.88	-1.04	-2.37	2.00	-5.98
	后一个月	5.80	5.10	9.15	9.02	3.53
	后三个月	-15.59	-13.72	-16.78	-24.86	-43.21
2015-09-06	前一周	-3.92	-3.45	-5.18	-6.00	-2.86
	后一周	1.12	0.94	0.67	1.00	1.67
	后一个月	2.04	1.42	15.67	-7.94	-7.35
	后三个月	14.82	13.45	44.61	-29.23	-37.72

2015-04-20	前一周	2.31	2.28	-5.93	-21.31	-19.73
	后一周	7.36	6.32	13.31	-6.02	-17.12
	后一个月	5.44	5.15	40.47	-2.72	-0.57
	后三个月	-5.33	-7.99	17.46	4.55	4.07
2015-02-05	前一周	-3.86	-3.30	3.68	-9.48	-14.98
	后一周	1.18	2.26	0.82	-1.53	1.02
	后一个月	5.29	5.07	12.40	9.04	11.92
	后三个月	34.84	35.24	60.43	5.42	12.91
2012-05-18	前一周	-2.11	-2.39	-2.06	-12.93	-21.09
	后一周	-0.47	-0.03	-0.49	-5.95	-7.05
	后一个月	-1.21	0.28	6.62	4.93	4.53
	后三个月	-9.91	-9.88	2.45	-1.47	3.75
2012-02-24	前一周	3.50	4.37	6.20	-1.97	2.38
	后一周	0.86	1.21	-0.61	4.52	5.82
	后一个月	-3.65	-3.50	-3.29	0.83	15.35
	后三个月	-3.63	-1.99	-6.52	-15.45	-4.57
2011-12-05	前一周	-2.09	-2.02	-8.58	-19.82	-25.56
	后一周	-1.79	-1.73	-0.21	5.07	-0.09
	后一个月	-7.02	-8.83	-10.77	-0.25	-4.73
	后三个月	4.79	5.60	-4.18	11.94	16.85
2008-12-25	前一周	-8.10	-8.52	-	0.04	5.87
	后一周	1.53	0.65	-	0.55	-4.07
	后一个月	8.60	9.96	-	33.21	30.34
	后三个月	23.71	28.36	-	42.50	54.84
2008-12-05	前一周	7.88	10.01	-	-8.44	-5.40
	后一周	-3.19	-2.62	-	1.76	11.00
	后一个月	-6.83	-6.47	-	-19.59	-14.36
	后三个月	10.03	14.49	-	32.49	43.43
2008-10-15	前一周	-4.66	-5.36	-	-24.37	-19.29
	后一周	-4.96	-4.23	-	8.60	1.77
	后一个月	-0.41	1.53	-	-15.80	-39.72
	后三个月	-6.58	-1.99	-	-28.05	-57.33
2008-09-25	前一周	21.19	17.28	-	1.56	-11.36
	后一周	-5.39	-4.27	-	-4.67	9.54
	后一个月	-24.99	-25.58	-	-57.54	-64.02
	后三个月	-18.88	-15.13	-	-102.31	-119.67

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算注: 创业板数据从 2010 年 6 月 1 日开始; 观察期的计算中, “后一周、后一个月、后三个月”分别以降准日加 7 天、30 天、90 天近似计算, 若对应日期没有数据, 则后延至有数据日作为近似替代; “前一周”为降准日减 7 天近似计算, 若对应日期没有数据, 则倒推至有数据日作为近似替代。此外, 需要注意的是, 对于两次降准相隔月份数在 3 月以内的情况, “后三个月”的大类资产表现应是也隐含了下一次降准的影响, 分析时应予以考虑。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_20688

