

总量研究

全面降准，央行亮剑

—— 7月9日全面降准点评

要点

事件：

2021年7月9日，央行发布公告称，为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，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）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.9%。

核心观点：

央行全面降准，如约而至。就在7月7日，国常会决定，适时运用降准等货币政策工具，促进综合融资成本稳中有降。我们的7月8日国常会点评报告的主题，就是《降准箭在弦上》。正因如此，此次降准并未超出我们点评的分析框架。意料之外的是，央行最终试图用全面降准的方式，解决多个不同量级的目标。

此次央行全面降准，既是4月30日政治局会议宏观政策基调的延续，又是央行兼顾结构性需求、总量性需求与跨周期调节需求下的抉择。我们在4月30日政治局点评中，就提出，为了实现经济达到更高水平的均衡，为了固本培元，货币政策将转向边际微松（详见2021年4月30日《不疾不徐、轻踩油门、乘势而上》）。随后，我们在宏观中期策略报告中，继续坚定强调货币政策边际微松的观点（详见2021年6月3日《乘势而上：全球复苏、货币微松、中美缓和》）。

结构性需求：降低企业融资成本，通过保盈利以保主体。春节以来原材料成本的上行，确实对中下游企业，尤其是中下游小微企业的盈利修复与持续经营带来了比较大的压力。作为市场主体的小微企业占到了企业总数的90%以上，并且贡献了80%以上的就业，政策有继续发力对其进行帮扶的必要性。

总量性需求：降低银行边际负债成本，补充银行长期资金占比。一来，三季度将有1.70万亿MLF到期，但目前银行负债端的市场融资成本甚至低于MLF利率，降准置换MLF则可以降低商业银行的边际负债成本。同时，三季度将进入地方政府债券发行高峰，降准有利于为商业银行提供长期流动性支持，以配合地方政府债券发行。再者，今年以来国库定存招标利率不断上行，反映出商业银行体系，尤其是中小银行存款负债压力较大。

跨周期调节需求：美国中期经济承压，国内社融陡峭下行。一方面，美国中期经济面临一定压力，形成一定的人民币汇率升值压力，进而对我国出口产生负面拖累。另一方面，上半年社融存量同比增速的超预期陡峭下行，通过降准补充商业银行流动性，一定程度上可以对表内信贷形成支撑。

全面降准对市场的影响，我们认为主要体现在以下两个方面：

一、则，降准进一步明确了央行保持货币政策边际微松的政策取向，削弱了部分市场参与者对于供给侧通胀引起货币政策收紧的担忧。未来央行如何配套进行公开市场操作，债券收益率如何进一步打开下行空间，要看下半年经济的回落节奏。

二、则，我们将全年社融存量同比增速的预测值从10.5%上调至11.0%。伴随着银行长期资金占比的提高，以及边际负债成本的降低，预计商业银行投放表内信贷的意愿及能力将会明显增强。基于此，我们将全年社融存量同比增速从10.5%上调至11.0%。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：刘文豪

021-52523802

liuwuh@ebsecn.com

相关研报

盈利高增态势延续，制造业强复苏不断验证——2021年1-4月工业企业盈利数据点评（2021-05-27）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

如何看待年内基建投资？——光大宏观周报（2021-05-23）

从三大证据看产能周期开启进行时——全球朱格拉周期开启第十二篇（2021-05-20）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

年内消费能恢复到疫情之前吗？——《见微知著》第二篇（2021-05-18）

制造业如期反弹，全球朱格拉周期开启不断验证——2021年4月实体经济数据点（2021-05-17）

国内外疫情不断扰动，货币政策继续微松——光大宏观周报（2021-05-16）

新增社融读数不佳，究其缘由实则不弱——2021年4月金融数据点评（2021-05-12）

外部扰动影响有限，政策基调延续稳健——2021年一季度货币政策执行报告点评（2021-05-12）

通胀分化延续，PPI仍将上行——2021年4月价格数据点评（2021-05-11）

目 录

一、为什么是全面降准？	4
1.1、结构性需求：降低企业融资成本，通过保盈利以保主体	4
1.2、总量性需求：降低边际负债成本，补充长期资金占比	6
1.3、跨周期调节需求：美国中期经济承压，国内社融陡峭下行	7
二、全面降准影响几何？	8

图目录

图 1：大宗商品价格持续上行，导致中下游利润承压	5
图 2：优质商业银行的市场融资成本低于政策融资成本	6
图 3：今年以来国库定存招标利率不断上行	6
图 4：今年三月以来，美国国债长短期利率持续收缩	7
图 5：社融存量同比对景气周期具有较好的指示意义	7
图 6：今年上半年社融的主要支撑项来自于人民币贷款	7
图 7：下半年 PPI 大概率仍将处于高位	8
图 8：下半年社融存量同比增速或小幅提升	8

事件：2021年7月9日，央行发布公告称，为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，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）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.9%。

核心观点：

央行全面降准，如约而至。就在7月7日，国常会决定，适时运用降准等货币政策工具，促进综合融资成本稳中有降。我们的7月8日国常会点评报告的题目，就是《降准箭在弦上》。正因如此，此次降准并未超出我们点评的分析框架。意料之外的是，央行最终试图用全面降准的方式，解决多个不同量级的目标。

此次央行全面降准，既是4月30日政治局会议宏观政策基调的延续，又是央行兼顾结构性需求、总量性需求与跨周期调节需求下的抉择。我们在4月30日政治局点评中，就提出，为了实现经济达到更高水平的均衡，为了固本培元，货币政策将转向边际微松（详见2021年4月30日《不疾不徐、轻踩油门、乘势而上》）。随后，我们在宏观中期策略报告中，继续坚定强调货币政策边际微松的观点（详见2021年6月3日《乘势而上：全球复苏、货币微松、中美缓和》）。

结构性需求：降低企业融资成本，通过保盈利以保主体。春节以来原材料成本的上行，确实对中下游企业，尤其是中下游小微企业的盈利修复与持续经营带来了比较大的压力。作为市场主体的小微企业占到了企业总数的90%以上，并且贡献了80%以上的就业，政策有继续发力对其进行帮扶的必要性。

总量性需求：降低银行边际负债成本，补充银行长期资金占比。一来，三季度将有1.70万亿MLF到期，但目前银行负债端的市场融资成本甚至低于MLF利率，降准置换MLF可以降低商业银行的边际负债成本。同时，三季度将进入地方政府债券发行高峰，降准有利于为商业银行提供长期流动性支持，以配合地方政府债券发行。再者，今年以来国库定存招标利率不断上行，反映出商业银行体系，尤其是中小银行存款负债压力较大。

跨周期调节需求：美国中期经济承压，国内社融陡峭下行。一方面，美国中期经济面临一定压力，形成一定的人民币汇率升值压力，进而对我国出口产生负面拖累。另一方面，上半年社融存量同比增速的超预期陡峭下行，通过降准补充商业银行流动性，一定程度上可以对表内信贷形成支撑。

全面降准对市场的影响，我们认为主要体现在以下两个方面：

一则，降准进一步明确了央行保持货币政策边际微松的政策取向，削弱了部分市场参与者对于供给侧通胀引起货币政策收紧的担忧。未来央行如何配套进行公开市场操作，债券收益率如何进一步打开下行空间，要看下半年经济的回落节奏。

二则，我们将全年社融存量同比增速的预测值从10.5%上调至11.0%。伴随着银行长期资金占比的提高，以及边际负债成本的降低，预计商业银行投放表内信贷的意愿及能力将会明显增强。基于此，我们将全年社融存量同比增速从10.5%上调至11.0%。

一、为什么是全面降准？

全面降准是央行兼顾结构性需求、总量性需求与跨周期调节需求下的抉择。事实上，央行采取全面降准的主因，并没有超出我们 7 月 8 日所发布的《降准箭在弦上——7 月 7 日国常会降准信号点评》的分析框架。我们所没有预料到的是，央行最终试图用全面降准的方式解决多个不同量级的目标。

1.1、结构性需求：降低企业融资成本，通过保盈利以保主体

降准的结构性需求在于降低小微企业融资成本，通过保盈利以保主体，而非此前市场所曲解的抗通胀。春节以来，大宗商品价格持续上行，不断冲击中游制造业和下游消费品行业的盈利修复，尤其是部分无法转嫁成本冲击的中下游小微企业的盈利空间被大幅压缩。在这种背景下，国常会提出通过降准引导实体经济综合融资成本下行，进而对冲原材料成本的上行，助力中下游小微企业盈利修复。

但这一政策主张被部分市场参与者解读为“降准抗通胀”，我们认为属于曲解政策含义。“降准保盈利”的政策内涵在于，在原材料成本难以控制的情况下，通过降低融资成本来削弱综合成本(原材料成本+融资成本)的压力。当然，在一定程度上，降准也会加剧通胀上行的风险，但在现在的政策框架及欧美持续放水的大背景下，通胀压力更多是输入性的，叠加国内工业品供给收缩有所放缓，降准所带来的边际通胀压力很可能要小于融资成本边际下行的益处。

那么，大宗商品价格的上涨真的对中下游企业的盈利造成影响了吗？我们的回答是肯定的，尤其是中下游小微企业。通过对工业企业盈利数据进行分析，可以看到：

一则，中游制造业企业受上游涨价带来的成本压力日渐显现。近期，中游制造业明显受到上游涨价的影响，成本压力不断增大，盈利空间受到一定影响。从两年平均增速来看，前期盈利保持较快增长的计算机、通信和其他电子设备制造业、专用设备制造业以及通用设备制造业，2021 年 5 月的盈利增速均出现了不同程度的下滑。

二则，对于下游消费品行业，成本压力不断加大，利润复苏相对缓慢。从服装、家具类下游消费品行业来看，利润复苏相对较慢，2021 年 1-5 月，纺织业、纺织服装、家具制造业利润两年平均分别同比增长-3.1%、-4.8%、-4.0%，两年平均增速持续为负，成本压力不断加大，仍未恢复到疫情前同期水平。

三则，上半年小微企业与大中型企业之间的效益改善不均衡问题也较为突出。2021 年 1-5 月，小微企业利润增速低于大中型企业，私营企业利润增速低于规模以上工业平均水平。整体来看，2021 年 1-5 月，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本和费用，相比 2020 年全年都有所下降；但私营企业每百元营业收入中的成本相比 2020 年全年仍然上升 0.3 个百分点，每百元营业收入中的费用下降幅度也是所有类型企业中最低的，企业之间效益改善不均衡问题仍较为突出。

综合来看，春节以来原材料成本的上行，确实对中下游企业，尤其是中下游小微企业的盈利修复与持续经营带来了比较大的压力。作为市场主体的小微企业占到

了企业总数的 90%以上，并且贡献了 80%以上的就业，政策有继续发力对其进行帮扶的必要性。

图 1：大宗商品价格持续上行，导致中下游利润承压

产业链条	行业分类	2020-10	2020-11	2020-12	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05
上游	煤炭开采和洗选业	-27.7	-24.5	-21.1	28.7	16.7	18.2	20.0
	石油和天然气开采	-68.5	-70.8	-83.2	-6.1	-2.7	-2.2	-5.0
	黑色金属矿采选业	46.4	45.0	74.9	134.8	114.4	103.2	91.0
	有色金属矿采选业	9.3	15.1	14.7	28.1	13.6	17.0	28.3
	非金属矿采选业	-1.5	0.8	4.2	11.8	11.8	13.2	14.6
中游	石油、煤炭加工	-52.8	-44.0	-26.5				
	木材加工	-12.4	-12.6	-8.8	-5.2	-3.2	-2.4	0.4
	造纸及纸制品	14.7	15.3	21.2	48.3	41.8	42.1	39.5
	化学原料制造	2.8	10.5	20.9	41.8	38.7	39.1	38.3
	化学纤维	-30.0	-26.3	-15.1	41.8	62.3	72.4	85.8
	橡胶、塑料	23.8	25.3	24.4	37.2	28.8	27.1	23.2
	非金属矿物制品	0.9	1.4	2.7	8.5	5.6	6.3	7.1
	黑色金属加工	-12.9	-9.9	-7.5	56.0	47.0	43.0	42.9
	有色金属加工	5.0	10.1	20.3	114.4	99.6	86.7	65.5
	金属制品	2.3	4.4	4.1	20.1	14.9	17.9	17.3
下游制造业	通用设备	12.0	12.5	13.0	25.7	14.6	17.6	16.6
	专用设备	22.9	23.0	24.4	49.7	26.6	31.2	27.0
	医药制造	8.7	11.9	12.8	31.9	26.1	29.2	34.5
	汽车制造	6.6	7.2	4.0	131.4	36.7	11.1	9.7
	电子设备	12.6	15.7	17.2	179.1	45.8	46.3	41.8
	运输设备	1.5	1.1	-1.5	22.5	7.3	3.4	3.8
	仪器仪表	13.7	13.3	11.6	44.1	18.7	21.4	20.9
	电气机械	3.5	6.6	6.0	29.9	18.9	19.7	15.1
下游消费品	纺织业	7.6	7.5	7.9	-0.7	-7.3	-3.3	-3.1
	纺织服装、服饰	-21.3	-20.8	-21.3	-9.0	-10.0	-5.2	-4.8
	皮毛羽及制品	-22.8	-21.5	-20.7	-10.0	-8.2	-8.5	-9.3
	印刷	-7.6	-5.8	-5.7	3.5	-4.3	-0.1	0.4
	家具制造	-19.7	-17.3	-11.1	0.4	-5.1	-2.8	-4.0
	文娱	-14.2	-13.0	-9.2	-3.0	-0.6	-1.2	-0.9
	农副产品	14.6	8.9	5.9	22.1	19.7	18.3	14.9
	食品制造	10.0	6.0	6.4	5.8	5.1	5.4	6.5
	酒、饮料、茶	5.1	5.6	8.9	13.9	13.1	12.6	11.9
	烟草	28.3	33.3	25.4	29.3	23.5	20.0	21.7

资料来源：Wind，光大证券研究所（2021 年各月数据为两年平均增速）

单位：%

1.2、 总量性需求：降低边际负债成本，补充长期资金占比

一则，三季度有 1.70 万亿 MLF 到期，但目前银行负债端的市场融资成本甚至低于 MLF 利率，降准置换 MLF 降低了商业银行的边际负债成本。通过梳理央行公开市场操作，可以看到，三季度将会有 1.70 万亿元 MLF 到期，四季度仍有 2.45 万亿元 MLF 到期。如果通过续作 MLF 的方式保证商业银行的长期流动性，我们会发现，现在 MLF 的操作利率要高于 1 年期同业存单的收益率，在提高商业银行边际负债成本的同时，与希望商业银行降低贷款利率似乎有些南辕北辙。而通过降准置换 MLF 的方式，则可以用低成本的法定准备金来置换高成本的 MLF，降低了商业银行的边际负债成本，进而推动实体经济融资利率下行。

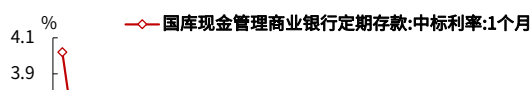
二则，三季度将进入地方政府债券发行高峰，降准有利于为商业银行提供长期流动性支持，以配合地方政府债券发行。2021 年经全国人大批准的新增地方政府债务限额预算为 4.47 万亿，据财政部披露，上半年已合计发行新增地方政府债券 1.48 万亿，仅占全年新增限额的 33%。若按全年新增额度为新增限额的 95% 计算，后续仍有 2.77 万亿的新增额度，外加下半年 1.25 万亿地方债到期，预计下半年地方债发行额度将在 4.02 万亿。与此同时，一季度金融机构的超储率仅有 1.50% 左右。

三则，今年以来国库定存招标利率不断上行，反映出商业银行体系，尤其是中小银行存款负债压力较大。可以观察到，今年以来的三次国库定存招标利率分别是 3.00%、3.10% 与 3.35%，招标利率逐次上行。国库现金定存招标是财政部通过招标的方式将国库现金存到商业银行，商业银行以国债或地方政府债券为质押获得存款并向财政部支付利息的交易行为。国库定存招标的中标利率主要受银行（尤其是中小银行）的存款负债压力影响。今年以来国库定存招标利率逐次上行反映出中小银行吸收一般存款的压力日益增大，以及持续高增的政府存款对商业银行存款负债形成挤压。

图 2：优质商业银行的市场融资成本低于政策融资成本



图 3：今年以来国库定存招标利率不断上行



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_20697

