

姓 名：程小勇

电 话：0571-87633890

报告日期：2021 年 07 月 12 日

央行“降准”释放什么信号？

——热点报告

核心观点：

7 月央行“降准”的原因有三个：为了对冲下半年经济下行压力，实践跨周期调节战略；扶持小微企业，解决结构性问题和潜在的金融风险；为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

此次“降准”对于所有大宗商品并不一定是利多的，原因在于当前的宏观环境和商品价格驱动逻辑与以往经济复苏是不同的。短期来看，央行降准给商品市场带来两个信号：一是经济高点已经出现，未来存在下行压力；二是货币政策跨周期调节，上半年偏紧的局面缓和。

从中期来看，降准对商品价格影响存在较大的不确定性。一方面从历史经验来看，经济增长放缓和货币政策转向宽松代表通缩交易的重启，对商品价格是利空的。另一方面降准会带来信用扩张，但是能否传导至需求扩张。我们认为当前 PPI 高企的情况下，降准的目的之一是对冲小微企业原材料成本攀升的压力，降准并不代表扩张需求，因地产调控、境外需求回落等因素制约。

对于股市而言，短期利好提振可能更强烈些。年初至今，通胀担忧、高 PPI 侵蚀企业利润和货币正常化是抑制 A 股上涨的三大因素。中期来看，A 股可能会分化，周期性股票受制约盈利高位回落，因融资成本攀升很难完全冲销原材料上涨的幅度。

对于债券市场而言，此次“降准”有利于增加金融机构的长期稳定资金，改善资产配资能力，从而基础货币信用派生情况改善，长期融资成本有望下移，利好债券市场。

事件:

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%。

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,中国坚持货币政策的稳定性、有效性,不搞大水漫灌,而是精准发力,加大对小微企业的支持力度。

下一步,中国人民银行将继续实施稳健的货币政策,坚持稳字当头,保持流动性合理充裕,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,搞好跨周期设计,支持中小企业、绿色发展、科技创新,为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

一、央行为何在 7 月实施“降准”呢?

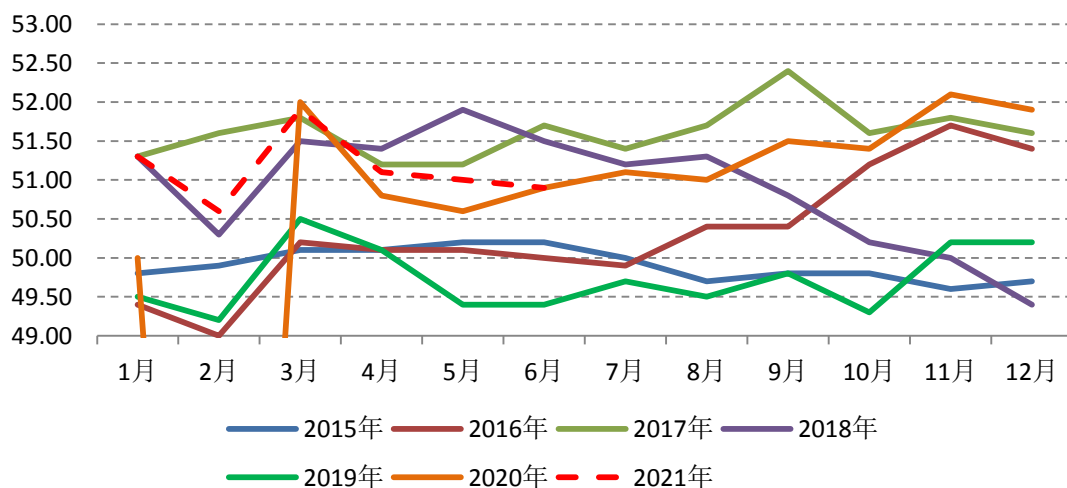
1. 为了对冲下半年经济下行压力,实践跨周期调节战略

2020 年 7 月 30 日,中央政治局会议首次出现了一个新的提法——完善宏观调控跨周期设计和调节,实现稳增长和防风险长期均衡。此前比较常见的提法是“宏观政策逆周期调节”或“逆周期调节工具”,宏观调控逆周期调节指的是在经济周期运行的不同阶段,宏观经济政策采取各不相同的针对性对冲措施,应对经济的波动。“宏观调控跨周期设计和调节”的提法意味着宏观调控不会简单考虑一个经济周期内的问题,而更加关注一项宏观经济政策延续的时间、覆盖的效果。宏观政策的推进不仅仅简单考虑当前的情况,还要结合并纳入更长远的情况。

多个指标显示,随着中国经济二季度依旧维持较高景气度,但是经济增长高点已经出现,且随着下半年海外补库活动结束,供应链恢复,中国出口增速大概率会回落。如果再考虑到,固定资产投资放缓、为降低对房地产投资的依赖,房地产调控不松动等因素,下半年国内经济下行压力较大,央行需要实施跨周期调节措施,以应对下半年经济下滑的压力。

中国 PMI 指标进一步验证经济高点已经过去。国家统计局公布数据显示,6 月份,中国制造业采购经理指数(PMI)为 50.9%,较上月微落 0.1 个百分点,继续位于临界点以上,但连续第四个月扩张势头继续放缓。从近 6 年数据来看,当前制造业 PMI 低于 2017 和 2018 年,但高于 2019 年。

图 1: 官方制造业 PMI 高点已经出现

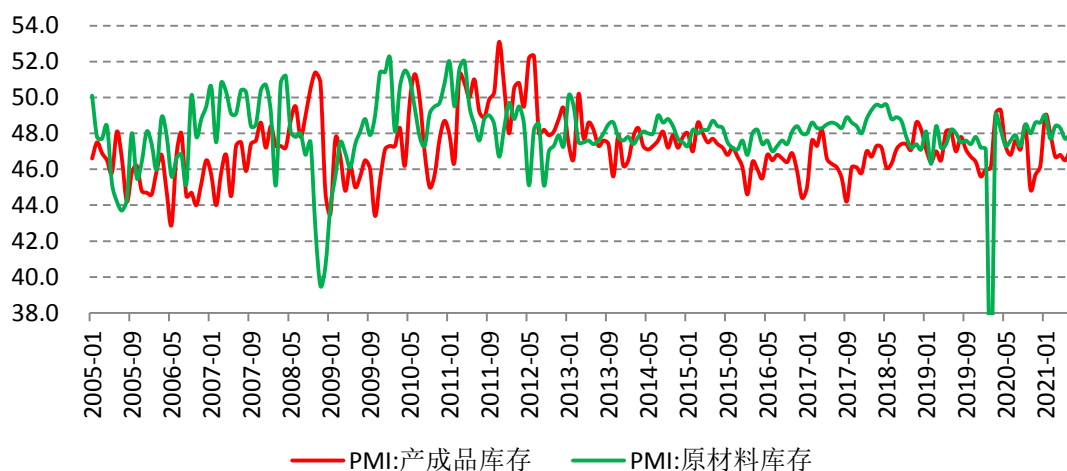


数据来源: Wind 宝城期货金融研究所

值得注意的是中国可能从主动补库存进入被动补库存阶段(累库),需求逐步下滑的势头得到确认。在产出指数回落的情况下,原材料消耗放缓。6 月,原材料库存指数为 48.0%,比上月回升 0.3 个百分点,低于临界点,表明制造业主要原材料库存量降幅收窄。另外,终端消费减弱导致制造业产成品库存指数也在上升,较 5 月上升 0.6 个百分点。进一步验证了,产出和新订单指数差值回落

说明的制造业进入被动补库这个判断。

图 2：中国进入被动补库阶段



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

从海外市场来看，随着美国补库力度放缓和供应链恢复，中国出口增速也面临放缓的压力。如果再考虑到居民消费反弹力度落后于投资和出口，尤其是限额以下的消费反弹乏力，以及 6 月份服务业 PMI 走弱等因素，进一步验证了降准很大可能就是基于对经济下行压力增大的考虑。

2.扶持小微企业，解决结构性问题

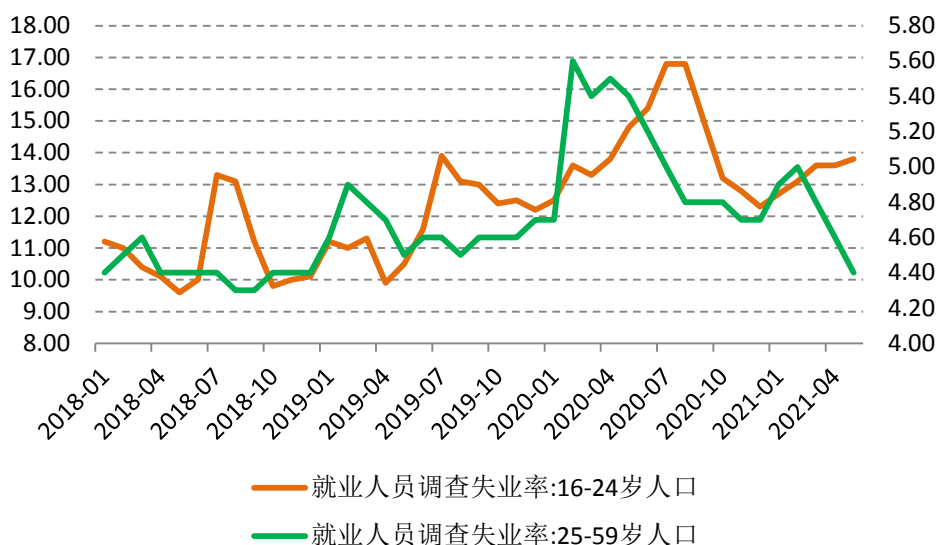
2021 年二季度，伴随国内经济出现疫情后复苏的总量高点之后，国内供需、行业、区域和企业之间的结构性分化仍在延续，需求持续恢复仍受到制约，原材料价格大幅上涨对下游行业和中小企业的成本冲击持续显现。

此前在中央提出“跨周期调节”的时候，还提到“当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，我们遇到的很多问题是中长期的”，这些中长期问题可能既包括房地产、隐性债务、经济结构、人口结构等老问题，也包括新冠疫情、外部环境变化等新问题。对于这些问题的应对，超越了以应对经济短周期波动为主的传统逆周期政策框架，因此在总量经济暂未出现严重下滑的情况下，央行启动了“降准”这一工具。

央行在发布“降准”通告后答记者问提到，引导金融机构积极运用降准资金加大对小微企业的支持力度。而小微企业景气度关系到就业市场，据官方数据，我国小微企业贡献了 50% 以上的税收、60% 以上的 GDP、70% 以上的技术创新、80% 以上的城镇劳动就业、90% 以上的企业数量。

国家统计局发布的数据显示，5 月城镇调查失业率降至 5%，但是就业存在结构性问题。一方面，长江商学院指数（BCI）分项指数——企业招工前瞻指数在 6 月回落至 69.9%，这是疫情后该指数持续 1 年多回升后首次回落；另一方面在总体调查失业率下降的同时，5 月 16-24 岁劳动人口调查失业率攀升至 13.8%，这意味着年轻人口就业形势严峻。

图 3：就业市场存在结构性问题



数据来源：Wind 宝城期货金融研究所

此外，我们发现央行近年来的经济发展战略，明显降低了对债务和房地产依赖，加快经济转型，实施高质量发展战略。因此，在 2020 年疫情爆发后，金融机构承担了大量稳增长的任务，随着政策退出，部分金融机构的不良资产会攀升，尤其是承担小微企业贷款任务的商业银行，降准就是为商业银行提供长期资金，缓解可能出现的金融风险。

3.为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境

央行在答记者问的公告中提到降准的最明确答复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。此次降准是货币政策回归常态后的常规操作，释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的中期借贷便利（MLF），还有一部分资金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，增加金融机构的长期资金占比。

我们认为在国内实施高质量发展和供给侧改革的时候，尤其需要宽松的货币环境，不动于 2018 年主动去杠杆引发市场流动性紧张风险。尤其是实施“双碳”政策对供应约束较大，抬升整个社会的原材料成本，且新能源和绿色投资需要宽松的流动性配合。

只不过，我们认为通过降低企业融资成本对冲原材料成本攀升的操作释放可行，目前还是未知数，原因在于企业原材料成本上涨的同时，实际需求高点也出现了，疫情后的补库短周期活动也接近尾声，融资成本减量可能很难完全冲销成本攀升带来的利润的减量。这与 2016 年-2017 年，通过涨价来完成工业品和房地产行业去库存有类似的特征，最终导致行业分化加剧，中上游企业利润高企，但是下游企业利润受到挤压。

二、此次“降准”对大类资产影响几何？

“降准”对于所有大宗商品并不一定是利多的，原因在于当前的宏观环境和商品价格驱动逻辑与以往经济复苏是不同的。从宏观层面来看，各国货币政策和财政政策都非常积极，尤其是欧美在 2020 年疫情之后践行“MMT”理论（赤字货币化），作为世界货币的美元利率在较长时间处于低位徘徊。考虑到美国通胀因流动性宽松和美国财政补贴居民带来需求补库而攀升，美元实际利率处于低位，意味着权益类资产估值上升，资产泡沫可能胜于 09-10 年。

此轮商品价格上涨部分原因是需求复苏，但更多的驱动力来源于供应约束：海外疫情导致供应链中断，国内“双碳”政策抑制黑色、铝等产品产能扩张。另外，部分原因是疫情后海外制造业投资扩张相对谨慎，对未来不确定性担忧加剧，使得供应弹性较小。

因此，短期来看，央行降准给商品市场带来两个信号：一是经济高点已经出现，未来存在下行压力；二是货币政策跨周期调节，上半年流动性偏紧的局面缓和。一方面需求温和回落对供应弹性

较小的商品而言可能影响并不明显，如煤炭、钢铁、铝等品种，而对于供应弹性较大的铜、铅锌和部分化工品影响较大，价格出现较大的回撤。另一方面，流动性重新宽松带来商品持有成本下降，估值有所抬升，投资需求回归。以及未来货币宽松可能平滑经济下行的斜率，短期大多数商品出现较为强劲的反弹或上涨，但供应弹性较大的商品反弹幅度更小或者冲高回落，供应弹性较小的商品反弹或涨幅较大。

从中期来看，降准对商品价格影响存在较大的不确定性。一方面从历史经验来看，经济增长放缓和货币政策转向宽松代表通缩交易的重启，对商品价格是利空的。另一方面降准会带来信用扩张，但是能否传导至需求扩张。我们认为当前 PPI 高企的情况下，降准的目的之一是对冲小微企业原材料成本攀升的压力，降准并不代表扩张需求，因地产调控、境外需求回落等因素制约。

对于股市而言，短期利好提振可能更强烈些。年初至今，通胀担忧、高 PPI 侵蚀企业利润和货币正常化抑制 A 股上涨的三大因素。此次降准释放 1 万亿长期资金，将带动人民币利率再次回落，估值模型中的分母下降，估值抬升。然而，中期来看，A 股可能会分化，周期性股票受制约盈利高位回落，因融资成本攀升很难完全冲销原材料上涨的幅度。原因在于“降准”代表中央对落实“双碳”政策的决心并不会动摇，供应约束短期很难解除，只有通过降低融资成本对冲原材料成本。而流动车充裕会刺激成长股走势越发强劲，从历史经验来看，经济处于回落期，成长股强于周期股。

对于债券市场而言，上半年国内信用扩张放缓，信贷脉冲回落，对地产严格调控、专项债发行滞后（融资需求回落）、广义货币供应增速回落等因素，利率整体上保持平稳中略有上移。而此次“降准”有利于增加金融机构的长期稳定资金，改善资产配置能力，从而基础货币信用派生情况改善，长期融资成本有望下移，利好债券市场，债券可能迎来较好的配资机会。

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_21854

