

6 月经济数据公布后回看央行全面降准

从 7 月 7 日国常会提到降准到 7 月 9 日央行宣布降准，实际上有两轮预期差助燃了 7 月 7 日至 14 日债市的大涨行情。一是在国常会提到降准前，市场对降准并没有什么期待，反而对央行因通胀上行收紧货币政策有所担忧，这是第一轮预期差。二是在国常会提到降准后，市场对于降准会否落地、落地方式和释放资金量的预期仍相对谨慎，多数认为会采取定向降准方式，释放的资金量也会比较有限，甚至有观点认为可能不会落地。因此，央行 7 月 9 日即宣布 7 月 15 日实施降准，这一时点快于预期，且全面降准的方式和释放的 1 万亿资金量也均超出预期，这是第二轮预期差。我们认为，两轮预期差的形成恰需回答两个问题，一是为什么要降准，二是为什么会全面降准。

为什么要降准？ 对此国常会已作出明确解释，即“针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响，……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”。但这无法完全解释为何会全面降准，因为定向降准这一结构性货币政策工具更加符合“不搞大水漫灌、对中小微企业定向支持”的政策意图，这也是央行宣布降准前市场普遍预计本次降准将会是定向降准的主要原因之一。

那么为什么会全面降准？ 我们认为，这表明除对中小微企业提供定向支持之外，本次降准应当还有其他深意。不外乎有二：其一，三季度地方债发行将加速，加之巨额 MLF 到期量，会对银行体系流动性起到比较大的抽水作用，所以本次降准可能是提前为银行注入中长期资金，这从降准释放的资金中有 3000 亿用来置换 7 月 15 日到期的 MLF 中可以得到印证。其二，由于全面降准的逆周期调节意味更强，因此，央行实施全面降准或是为了对冲经济下行压力、稳定就业形势。

在此背景下，6 月经济数据表现便格外引人关注。如果 6 月数据不佳，可从侧面印证本次全面降准确有逆周期调节之意，或意味着新一轮货币宽松周期的开启。但从实际数据表现来看，6 月经济走向并不差，且制造业投资和社零超预期还指向经济增长结构有所改善，同时，当月城镇调查失业率维持在 5.0%，持续处于控制目标范围内——似乎证伪了实施全面降准或是为了对冲经济下行压力、稳定就业形势的判断。对此，我们提示关注三点：

第一，6 月经济运行依然平稳，但下行隐忧渐显。 下半年经济下行压力将主要来自两个方面：一是房地产投资——尽管在房地产调控力度加大背景下，上半年房地产投资仍表现出较强韧性，但从两年平均增速来看，6 月房地产投资增长动能出现拐头向下迹象。二是出口——二季度出口高增带动工业生产“抢跑”，仍是支撑经济增长的主导力量，但受基数抬高

及海外产能修复影响，下半年出口增速会出现回落势头。

从6月经济数据的边际变化上来看，下半年经济增长动能将进一步向消费和制造业投资切换，但能否有效对冲房地产投资和出口增速的放缓还存在较大不确定性，也不排除因出口超预期下滑导致经济下行压力显著增大的可能性。因此，**本次全面降准并非源于经济增长已经明显放缓，而是监管层面对潜在经济下行压力采取的前瞻性举措。**我们关注到，7月13日李克强总理主持召开经济形势专家和企业家座谈会时提到，“做好跨周期调节，应对好可能发生的周期性风险……推动经济行稳致远”，“要统筹今年下半年和明年经济运行，着力保持在合理区间”，“宏观政策……增强前瞻性精准性，加强区间调控……”，或可为印证。

第二，从数据统计的角度来看，宏观经济数据并不总能充分反映微观企业运行情况，可能存在幸存者偏差。宏观数据虽由微观数据整合而成，但受统计口径等影响，有时候并不能与微观实体的感受完全一致。例如，工业增加值统计范围为规模以上企业，即年主营收入大于2000万的工业企业，大量的中小微企业并不在统计范围内；社零数据仅涵盖商品消费以及服务消费中的餐饮收入，不包含受到疫情反复影响更大、恢复更缓慢的其他服务消费。这也在很大程度上解释了为什么6月工业生产、制造业投资、社零、出口等指标均超出预期，基建和地产投资也没有明显放缓，但二季度GDP增速却低于市场预期。

第三，6月整体失业率不高，但部分弱势群体就业情况依然严峻。6月末城镇调查失业率保持在5.0%的水平，但有两点结构性问题值得关注：一是当月16-24岁人口调查失业率为15.4%，较上月扩大1.6个百分点，二是二季度末外出农民工总量为18233万人，仍低于2019年二季度末的18248万人。这两个数据说明，当前一些弱势群体就业状况仍然较为严峻，与小微企业经营困难较大直接相关，这也是本次降准的一个直接推动因素。

综上，我们认为，**监管层实施全面降准的确有逆周期调节之意，有其合理性和必要性，但此次降准为前瞻性预调而非后验性举措，**即监管层看到了经济运行中的结构性问题，以及下半年甚至明年的经济下行压力，提前做出的政策对冲。另外，从内外部环境来讲，现在也是比较好的降准窗口期：一是国内CPI仍然低位运行，二是美联储货币政策仍然维持宽松。

往后看，经济下行压力尚不明显但政策已前瞻性做出反应，意味着短期内——至少是三季度——再度实施全面降准、甚至于降息的可能性很小。到四季度，经济下行压力将进一步加大，货币政策存在边际转松的可能性，但考虑到届时国内CPI上行、外围美联储货币政策收紧，内部通胀和外部贬值的压力会加大货币政策摆布的难度，央行采取较大规模货币宽松措施会面临不小掣肘。我们判断，除非四季度经济下行压力超预期，否则央行再度全面降准或降息的可能性也不大。当然，经济运行中的结构性不均衡和总量下行压力，也决定了下半

年货币政策不会收紧，央行仍有可能运用结构性货币政策工具来加强“精准滴灌”，同时保持流动性合理充裕，为降低实体经济综合融资成本提供适当的利率环境。这就意味着，下半年债市难现大牛，但也不会走熊，整体上难以突破震荡格局，预计10年期国债收益率大致上在2.85%-3.15%之间震荡，中枢在3.0%左右，比上半年中枢下移约15bp。

研究发展部 王青 冯琳

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_22236

