

从人行半年度会议看定向降息

——货币政策宽松系列研究（三）

核心观点

预期差：我们认为 7 月降准意味着货币政策转向宽松，而这并非短期行为，具有一定的持续性，因此后续大概率仍有降准及定向降息。分析央行本次会议措辞，重点提示央行提出“向符合条件的金融机构提供低成本资金”预示大概率即将定向降息，碳减排货币政策工具可能以定向再贷款的形式推出，并通过优惠利率发挥定向降息的作用，大概率设置常态化投放机制，类似于 TMLF 工具，参考 TMLF 经验，碳减排工具大概率今年 9 月宣布、10 月实施。下半年运用多种货币政策工具还有降准，时点大概率在 10 月，降准有助于扩信用，央行本次会议增加“引导贷款合理增长”表述意味着未来稳定社融更多是依赖贷款。

我们继续强调下半年股债双牛观点，碳减排工具定向降息利好利率债市场，下半年 10 年期国债收益率有望触及 2.5% 左右，无风险收益率继续下行并带动科技成长股发力，形成股债双牛。同时，我们提示绿色金融支持有助于产能过剩债风险化解，也会强化产能过剩行业技改龙头信用债配置和交易价值。

□ 一、央行向符合条件金融机构提供低成本资金预示大概率即将定向降息

7 月 30 日，人民银行召开 2021 年下半年工作会议，会议提到“推动碳减排支持工具落地生效，向符合条件的金融机构提供低成本资金，引导金融机构为具有显著减排效应重点领域提供优惠利率融资”，我们认为这验证了我们此前对定向降息的判断，央行本次会议表述意味着即将定向降息。我们认为碳减排货币政策工具可能以定向再贷款的形式推出，并通过优惠利率发挥定向降息的作用，大概率设置常态化投放机制，类似于 TMLF 工具，参考 TMLF 经验（2018 年 12 月宣布，2019 年 1 月执行），碳减排工具大概率今年 9 月宣布、10 月实施，操作频率上也可能以季度为频率常态化投放，规模依据上个季度的绿色信贷投放状况及本季度的投放需求而定。

□ 二、增加引导贷款合理增长表述，未来稳定社融更多靠贷款

本次会议提到“引导贷款合理增长，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，保持宏观杠杆率基本稳定”，我们提示这是在 M2、社融增速同名义 GDP 增速基本匹配的前半句首次增加“引导贷款合理增长”表述，我们认为这意味着未来稳定社融更多地会依赖信贷，即社融结构中信贷占比可能有所提高，实际上，通过扩大表内信贷扩张，能够起到对冲社融中除信贷外其他项目回落压力的作用，尤其是信托贷款、未贴现票据及企业债券，7 月降准虽然会降低基础货币，但是能够推升货币乘数，达到扩信用的效果，我们预计四季度仍有降准，作用相同。

□ 三、下半年运用多种货币政策工具应还有降准

我们认为 7 月降准意味着货币政策转向宽松，而这并非短期行为，具有一定的持续性，下半年央行将运用多种货币政策工具，除了定向降息外，还会有降准。央行在 7 月降准答记者问中称“此次降准降低金融机构资金成本每年约 130 亿元，通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本”，我们初步测算，对于银行而言，降准释放的流动性如果用于置换 MLF，则减轻利率负担为 1 年期 MLF 利率 2.95%，但损失的收益是法定存款准备金利率 1.62%， $1 \text{ 万亿} \times (2.95\% - 1.62\%)$ 约等于 130 亿，因此我们认为本次降准释放资金将不仅只置换一部分 7 月到期 MLF，大概率会继续用于置换部分 8、9 月 MLF 到期量，这有助于传导至 LPR 及实体部门融资成本下行。进一步，预计四季度央行仍有可能再次采取降准，并用于置换四季度到期 MLF，那么降准时点大概率在 10 月，今年四季度累计 MLF 到期 2.45 万亿。

□ 四、气候风险管理及压力测试逐渐走向实践

会议提出“加强气候风险管理，有序开展气候风险压力测试”，气候风险管理和压力测试正逐渐走向实践。央行在 2020 年的《金融稳定报告》中就讨论过“气候变化对金融稳定影响的研究进展”问题，我们认为碳达峰碳中和推进过程中，除产能产量去化、大宗商品价格上涨、企业推进技改转型等实体经济的变革外，金融体系

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《降准再议股债双牛》2021.07.09
- 2 《国常会传达了哪些信息？》2021.07.07
- 3 《信用收缩之后股债双牛》2021.05.09

也将受到较大的影响，根据气候变化影响金融体系的渠道，可将气候风险大致划分为物理风险和转型风险两类，物理风险是指由极端天气、自然灾害及相关事件导致财产损失的风险，转型风险是指社会向可持续发展转型的过程中，气候政策转向、技术革新和市场情绪变化等因素导致金融机构发生损失的风险。国际组织和一些经济体此前也已较为重视气候变化对金融体系的潜在影响，实践来看，欧央行会根据转型过程对不同行业的违约率进行测试，预计我国气候风险管理及压力测试将逐渐走向实践。

□ 五、压降重点省份高风险机构数量，辽宁省城商行改革取得进展

会议在防范化解重大金融风险方面继续强调“强化地方党政风险处置属地责任”，我们认为这有助于落实责任，加快地方对风险的反应速度，在风险初期便果断采取措施遏制风险传染，有效防范系统性区域性金融风险。会议同时提出下半年压降重点省份高风险机构数量，今年上半年辽宁省城商行改革取得进展，我们认为地方中小金融机构相比大行面临更大的风险，尤其在风险处置过程中，可能导致系统性风险传染性增加，后续一方面需继续推进地方金融机构与平台公司风险隔离，也需加快中小金融机构改革化解风险，可能继续压降重点省份高风险机构数量。

□ 六、平台企业金融业务与金融机构监管规则一视同仁

会议提出“推动平台企业金融业务规范发展。会同有关部门坚决贯彻落实党中央、国务院关于反垄断和防止资本无序扩张的决策部署，督促其全面落实金融监管、公平竞争和保护消费者合法权益有关要求”等，我们认为规范平台企业金融业务与金融机构监管规则一视同仁有助于防止平台企业金融业务无序扩张、积累风险、损害投资者权益及增加市场不稳定性，反垄断推进有助于实现金融更有效支持实体经济。

□ 七、货币宽松驱动股债双牛

继续强调本轮货币政策转向宽松带来下半年资本市场股债双牛。降准及碳减排工具定向降息将利好利率债市场，预计下半年 10 年期国债收益率有望触及 2.5% 左右，政策宽松信号将极大改善股市风险偏好，而无风险收益率继续下行将带动科技成长股发力，形成股债双牛。

□ 八、绿色金融支持产能过剩债风险化解

重点关注碳减排货币政策工具支持“具有显著减排效应重点领域”，即不止包含绿色能源行业，我们认为绿色金融如绿色贷款的投放并未设置行业门槛，这利好环保技改较为积极的传统能源行业获得绿色金融支持，有助于产能过剩债风险化解。此前我们提示，碳达峰碳中和过程中，产能过剩行业企业完成环保技改后，配额将成为其高价值资产，因此与新能源行业相比，产能过剩行业技改龙头的碳权优势使得其信用债可能兼具配置和交易价值，而如果未来考虑到绿色金融支持，一方面，企业可进行更大规模的环保技改，有助于节省碳权；另一方面，通过技改节省碳权换取现金流之后，企业偿还债务的能力提高；此外，通过信贷融资替代债券融资，将导致企业债券发行减少、供需关系改善，均利好该企业债券投资机会。

风险提示：疫情扩散，可能导致货币政策宽松节奏提前。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_24707

