



戴志锋：“全面降准”背后， 货币政策底层思路变化



文/新浪财经意见领袖专栏作家 戴志锋

核心观点：本次是全面降准，核心原因在于货币当局的货币政策的底层思路发生改变：货币政策要更前瞻、要更主动、主动面对大国之间货币博弈；而不是货币政策被动的跟随经济、跟随美联储的政策。底气来自于对地产基建的控制，通胀压力相对美国要小。所以，货币下半年是边际放松的，经济也没有市场预期的那么差。

投资要点

货币政策要更主动和前瞻应对国际变化，为未来政策预留空间。中国的经济周期未来很可能和美国的周期不同，要前瞻性考虑到美国极度宽松的货币政策未来会逐渐收紧，我们届时也要对应收紧，以避免资金外流。目前适当放松货币，一方面稳经济，更重要是为未来的货币政策留有空间，有腾挪余地。货币政策之间的大国博弈，我们比之前要更主动、更前瞻。

经济更多是结构的压力，而不是总量压力；货币政策应对也要更提前、更前瞻。政策看到经济有回落趋势，但最新的数据表明经济压力不算大，结构性问题压力相对较大。货币政策的思路与以前相比，更强调提前量，更强调未雨绸缪：未来会是宽货币、稳信用。

货币政策前瞻性和主动性提高的底气一：钱难于流入地产和基建。以往放松货币，资金最容易去的地方是基建地产；近几年，政策对银行投放、地产行业、地方政策完成了“精细化”管理。本轮放松货币，资金基本很

难进入这些领域。宽货币的结构性作用在增强，有助于降低实体经济融资成本与中小银行运营压力。

货币政策前瞻性和主动性提高的底气二：通胀压力不大，尤其相对美国。我国通胀压力并不高；而美联储对短期通胀压力，有点视而不见。PPI 压力，我们也小于美国：一方面大宗商品价格全球化定价，二是我国较强的供给能力会抑制了 PPI 向 CPI 传导。美国长期极度宽松、我们偏紧；中长期看，不一定利于我国经济；需要些倒逼机制。

投资建议：有哪些预期差？1、下半年货币环境会进一步宽松，而不是某些对冲；资金难于去地产基建，无疑对股市和债市是明显的利好。2、经济没有市场这两天预期的那么差，银行等传统行业的杀跌，是不合理的；成长股由于宽松，有进一步上涨的空间。

对银行的不同影响详见我们测算。

风险提示事件：经济下滑超预期。疫情影响超预期。

内容目录

一、货币政策要更主动和前瞻应对国际变化：为未来政策预留空间	- 3 -
1、中国、美国经济周期不同步	- 3 -
2、美国未来：货币的趋势是极度宽松到正常化	- 4 -
3、中国：经济未来有不确定性，货币要更前瞻和主动，避免被动	- 5 -
二、货币政策应对经济：也要更提前、更前瞻	- 5 -
三、货币政策前瞻性和主动性提高的底气：结构性效果增强，钱难于流入地产和基建， - 7 -	
1、地产、基建融资被“精细化、全方位”管理	- 7 -
2、本轮降准的“结构性”作用更有效：从中小银行到小微企业	- 10 -
四、货币政策前瞻性和主动性提高的底气：通胀压力不大，尤其与美国相比；形成倒逼机制 - 12 -	
五、本轮降准对银行的影响测算：直接缓释负债端成本 0.5bp，对利润贡献 0.5% - 13 -	
1、本次普降 0.5 个点释放资金规模约 1 万亿	- 13 -
2、缓释银行负债端成本 0.5bp，对利润贡献 0.5%	- 13 -
六、投资建议	- 15 -

正文分析

—

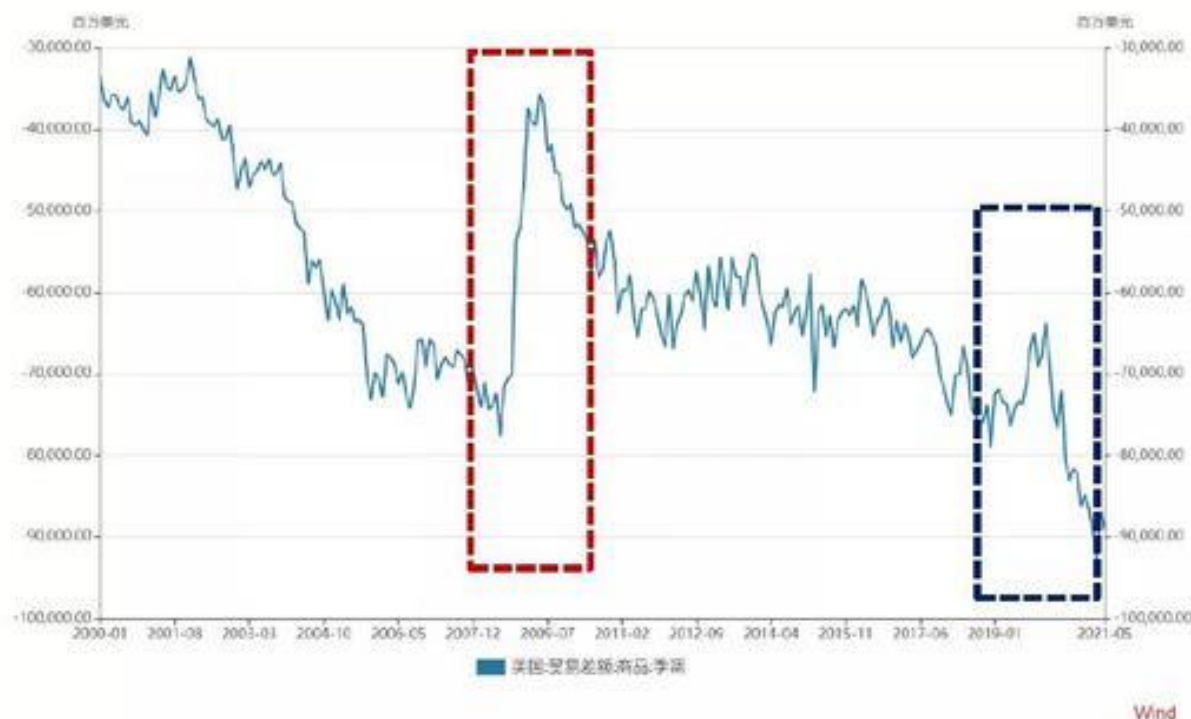
货币政策更前瞻主动应对国际变化：为未来政策预留空间

1、中国、美国经济周期不同步

中国的经济周期未来一段时间内很可能和美国不同。从全球产业链看，中国处于生产端，美国处于消费端。疫情后本轮全球经济复苏进程中，中国在生产端的带动下率先美欧发达经济体实现复苏，20 年下半年至 21 年上半年出口带动中国经济领先全球达到一个较高的增速，而美欧等发达经济体则是在 21 年下半年才开始呈现复苏态势。先复苏的中国在接受全球需求。未来一段时间内美国经济在生产的恢复下会呈现持续复苏的态势，而当前我国消费增长仍较弱，在出口回落下经济复苏的动能在减弱，经济周

期和美国呈现一定错位。

图表：本轮经济复苏呈现经济增长动力的错位



来源：Wind，中泰证券研究所

疫情后中美经济周期和货币政策的错位推升中美利差，资金流入中国。疫情冲击下，中美经济周期出现不同步，中美货币政策也呈现了一定的节奏差异。20 年在美联储持续大规模的货币投放下，我国货币政策总体保持定力，20 年全年 LPR 仅下降 30bp 且 5 月以后保持稳定。我国和美国货币政策之间的错位使得中美利差一直维持在较高水平，大量资本持续流入我国，也使得人民币迅速升值。

图表：中美利差维持在高位

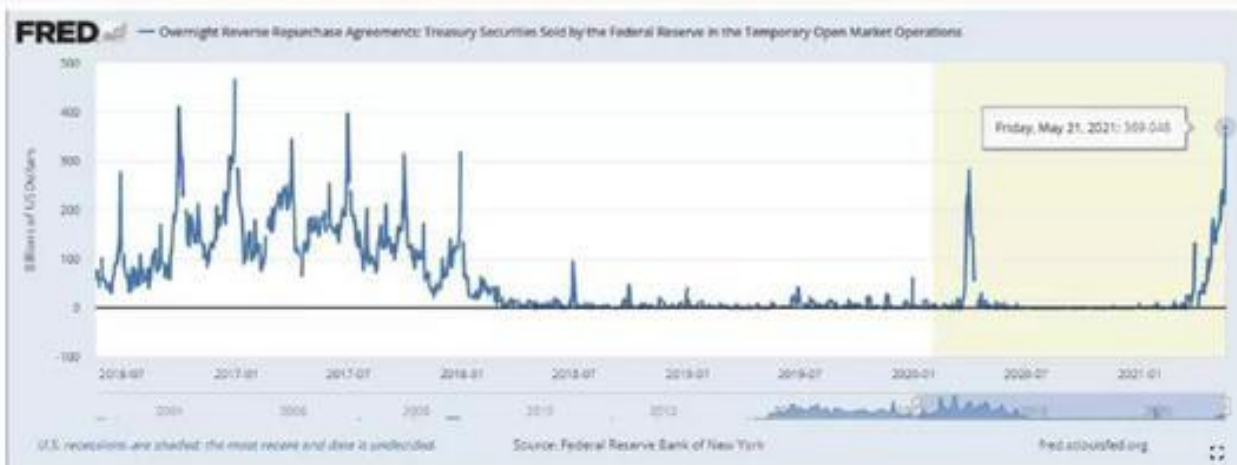


来源：Fred，中泰证券研究所

2、美国未来：货币趋势是极度宽松到正常化

疫情后美国货币政策变化：极度宽松有可能逐渐回收。疫情后美联储通过维持力度空前的宽松货币政策，从前期运用回购、降息和无限 QE 等传统货币政策工具到重启包括 PDCF 和 CPFF 在内的非常规流动性工具，联储资产负债表从 20 年初的 4.2 万亿美元增长至目前的 8.1 万亿美元。随着经济逐步呈现复苏趋势，美联储已开始从市场回笼资金，未来会是回归正常化的周期。

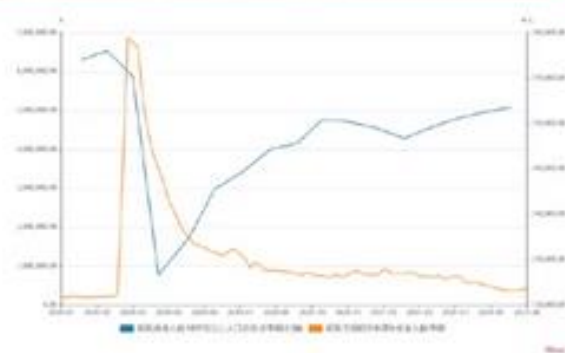
图表：美联储隔夜逆回购用量已经开始呈回升趋势



来源：Fred，中泰证券研究所

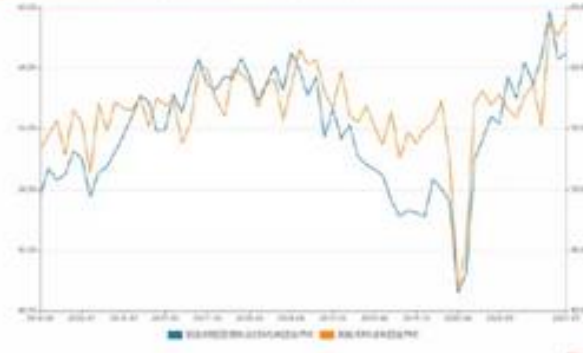
美国货币政策转向背后反映的经济变化：开始呈现复苏趋势，且持续力度较强。6月美国 Markit 制造业 PMI 连续第四个月上升，非农就业人数增加 85 万，高于预期，显示经济较快恢复。6月美联储 FOMC 会议将今年的经济预测上调至 7.0%，同时预计年末失业率降至 4.5%，显示出美国经济复苏持续力度较强。美国经济复苏可能有曲折，但趋势还是明显。

图表：美国非农就业人数持续回升



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：美国经济呈现持续复苏态势



来源：Wind，中泰证券研究所

3、中国：经济有不确定性，货币要更前瞻主动

货币政策要更主动和前瞻应对国际变化, 为未来政策预留空间。未来, 美联储收紧货币政策将对各国带来较大的外溢效应, 届时中美利差收窄, 会使得我国面临汇率贬值和资金流出的压力, 目前我国合理、适度降息可为未来应对美联储加息预留政策空间。货币政策的大国博弈, 我们比之前要更主动、更前瞻。

二

货币政策应对经济: 也要更提前、更前瞻

政策对经济的判断: 经济有回落趋势, 但最新的数据表明经济压力不算大, 结构性问题压力相对较大。从 6 月社融和信贷数据看, 经济总量压力并不大, 6 月社融新增 3.67 万亿, 新增量较去年同期增加 2019 亿, 社融新增规模大超市场预期, 市场预期在 3.02 万亿左右, 同时存量社融同比增速降幅大幅收敛、同比增 10.96 %。另外 6 月企业中长期贷款新增 8367 亿, 较去年同期增加 1019 亿, 反应出总量层面经济压力并不大。

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_33382

