



孙彬彬：降准了，利率一定会下吗？



意见领袖 | 孙彬彬团队

摘要:

降准主要出现在牛市中，但是降准并不必然意味着牛市。

降准背后的政策逻辑首先需要考虑清楚：当前企业生产经营面临压力，这个压力主要来自于大宗商品价格上涨带来的成本压力；为了缓解企业经营压力，需要为企业降成本，方法是降融资成本。

但这个逻辑容易引起市场的困惑，因为会引出一个问题：降准会不会引起进一步的大宗商品价格上涨？

在政策语境中，我们当前面临的是全球大宗商品价格上涨带来的输入性通胀，主要体现为 PPI 压力。因为需求还没有恢复到疫情前而生产供给总体恢复较好，以及国内坚持实施正常的货币政策，没有大水漫灌，所以不存在长期通胀基础。这就是降准可以应对大宗商品价格上涨对企业生产经营压力，而不用担心进一步推高通胀的逻辑基础。

当然市场还有另外的关注，是不是还有进一步的需求层面的担忧？因为 6 月和二季度数据？

数据公布前，我们可以从另一个细节观察，那就是十八大以来，国常会公告降准的时点，一般是 3、6、9，这个时候一般还没有完整准确的数据，7 月目前一共两次，一次是 2018 年 7 月，然后就是此次。我们根据国常会的标题合理推测，即使二季度以及 6 月数据表现不佳，预计也不会达

到 723 国常会的政策转向程度。

除此以外，有两句俗语：胳膊拗不过大腿；强扭的瓜不甜。

央行在一季度货币政策执行报告分析通胀中突出强调的，是坚持实施正常的货币政策，不搞大水漫灌。我们仔细分析本次降准，央行虽然公告全面，但其实是全面+置换 MLF+弥补税期。1 万亿元需要用来置换 7 月 4000 亿 MLF 到期以及对冲税期高峰，还能剩下多少？

这或许就是央行的伏笔。毕竟要坚持实施正常的货币操作，不主动降准的意图还是比较明显。

至于降准以后利率的方向，建议进一步观察资金利率和央行资产负债表。

长端利率下行突破需要资金利率配合。年初以来 R007 的下限基本在 1.8 附近，这也是央行珍惜正常货币政策空间的体现，如果降准带动资金利率下行，自然可以更加乐观，否则就如同去年 4 月央行调低超额存款准备金利率一样。

过往经验，降准——央行缩表——利率下行。这基本反应在 2018 年中，但是 2019 年开始（如果把 2020 年 2-4 月去掉），降准——央行没有缩表——利率总体震荡。所以市场需要关注央行到底怎么降准，降准的结果在其资产负债表上是如何反应的。

最后需要特别强调 2017 年 9 月、2019 年 9 月以及 2020 年 4 月这三

次降准。基本等于降了假准。

所以，降准了，利率是否一定下行？答案是不确定。

虽然降准不是坏事，但是在没有更进一步证据之前，我们还是偏向保守，维持十年国债 3-3.35 的判断不变。

7月7日国常会提到“适时运用降准等货币政策工具” [1]，7月9日央行随即宣布“于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5%（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）” [2]。此次下调存款准备金率出于何种目的？对后续债市有何影响？我们将对上述问题进行一一阐述。

降准了，利率一定会下吗？

1. 为什么此时降准？

因为此次是国常会预告在前而央行行动于后，所以首先从国常会切入分析：

1.1. 国常会的逻辑出发点是什么？

7月7日，国常会“决定加大金融对实体经济支持”，“会议决定，针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响，要在坚持不搞大水漫灌的基础上，保持货币政策稳定性、增强有效性，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” [3]。

行文明确适时运用降准是“针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响”，着力点在于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。

这个逻辑可以细分为三点：

一、当前企业生产经营面临压力，这个压力主要来自于大宗商品价格上涨带来的成本压力

二、为了缓解企业经营压力，需要为企业降成本，方法是降融资成本

三、降准不会引起大水漫灌，政策需要精准发力

早在 3 月 25 日，国务院就提到“国际环境复杂导致大宗商品上涨过快，而国内就业压力较大、部分行业恢复较慢的问题” [4]，随后于 4 月 9 日提出要“加强原材料等市场调节，缓解成本压力” [5]。

其后国常会连续提及：

“要跟踪分析国内外形势和市场变化，做好市场调节，应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响。加强货币政策与其他政策配合，保持经济平稳运行”。

——2021 年 5 月 12 日国常会[6]

“要高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，一要多措并举加强供需双向调节，二要加强市场监管，三要保持货币政策稳定性和人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，合理引导市场预期。帮助市场主体尤其是小微企业、个体工商户应对成本上升等生产经营困难”。

——2021年5月19日国常会[7]

“当前国内外环境复杂严峻，小微企业、个体工商户生产经营仍面临困难，要继续有针对性加强支持。多措并举帮助小微企业、个体工商户应对上游原材料涨价影响”。

——2021年5月26日国常会[8]

因此，此次降准实际上是年初以来国务院态度的延续，其核心在于解决大宗商品价格上涨引起的企业生产经营压力问题。

但这个逻辑容易引起市场的困惑，因为上述逻辑会引出一个问题：降准会不会引起进一步的大宗商品价格上涨？

我们从今年相关部委的观点中寻找线索：

国务院金稳会第五十一次会议明确：要严密防范外部风险冲击，有效应对输入性通胀。

央行在一季度货币政策执行报告中明确：

“全球大宗商品价格上涨和通胀走高的主要推动因素有三：一是主要

经济体政府出台大规模刺激方案，市场普遍预期总需求将趋于旺盛；二是境外疫情明显反弹，供给端仍存在制约因素，全球经济在后疫情时代的需求复苏进度阶段性快于供给恢复；三是主要经济体中央银行实施超宽松货币政策，全球流动性环境持续处于极度宽松状态。目前看上述三方面影响短期内难以消除，全球通胀中枢可能在一段时间里延续温和抬升走势。

全球大宗商品价格上涨可能阶段性推升我国 PPI，但输入性通胀的风险总体可控。我国在去年应对疫情时坚持实施正常的货币政策，没有搞大水漫灌，经济发展稳中向好，保持了总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩的基础。”

国家统计局的解释是：中国经济整体处于恢复进程中，很多需求方面的指标，比如投资、消费指标的增速还没有恢复到疫情前水平。同时，生产供给总体恢复较好，供求关系不支持价格大幅上涨。

概括一下就是：我们当前面临的是全球大宗商品价格上涨带来的输入性通胀，主要体现为 PPI 压力。因为需求还没有恢复到疫情前而生产供给总体恢复较好，以及国内坚持实施正常的货币政策，没有大水漫灌，所以不存在长期通胀基础。

这就是降准可以应对大宗商品价格上涨对企业生产经营压力，而不用担心进一步推高通胀的逻辑基础。

同时也可以部分解释企业自身为什么没办法消化或者转嫁大宗商品价

格上涨的成本压力。

图 1：中下游企业利润受到压制

统计同比	行业	2018/05	2020/12	2021/03	2021/04	2021/05	2021/05【平均增速】	2021/05-2021/04	2021/05-2020/12	2021/05-2018/05
采矿业	煤炭开采和洗选业	29.40	(21.10)	94.30	95.50	109.40	20.03	1.70	41.13	29.40
采矿业	石油和天然气开采业	24.00	(83.20)	18.40	119.40	273.10	(4.90)	(1.70)	78.22	(1.20)
采矿业	黑色金属矿采选业	229.00	74.90	780.40	194.40	201.60	90.95	(1.70)	16.05	(1.10)
采矿业	有色金属矿采选业	(26.30)	14.70	95.20	100.60	94.40	28.32	11.90	13.62	54.10
采矿业	非金属矿采选业	16.00	4.20	50.90	32.00	29.70	14.57	1.30	20.37	(1.10)
采矿业	开采专业及辅助性活动	221.10	223.70	-	-	-	-	-	-	-
采矿业	其他采矿业	(33.30)	12.50	-	100.00	50.60	22.47	22.47	9.97	55.70
上游	石油、煤炭及其他燃料加工业	(51.30)	(28.50)	-	-	-	-	-	-	-
上游	化学原料及化学制品制造业	(13.60)	20.90	342.50	272.00	211.40	38.27	(1.10)	17.37	51.10
上游	化学纤维制造业	(16.80)	(13.10)	596.90	650.20	743.70	85.78	13.40	100.68	102.30
上游	橡胶和塑料制品业	11.50	24.40	142.00	83.30	45.50	23.20	(1.10)	(1.20)	11.70
上游	非金属矿物制品业	12.90	2.70	69.10	40.80	30.30	7.08	0.75	4.38	(5.40)
上游	黑色金属冶炼及压延加工业	(22.40)	(7.90)	397.60	416.10	377.10	42.00	(1.00)	50.40	65.30
上游	有色金属冶炼及压延加工业	2.60	20.30	471.00	484.00	396.70	48.53	(1.10)	45.29	62.90
中游	金属制品业	18.60	4.10	116.70	78.90	63.60	17.30	(1.00)	13.20	(1.20)
中游	通用设备制造业	7.40	13.00	118.70	62.70	45.50	16.64	(1.10)	3.64	8.20
中游	专用设备制造业	17.70	24.40	145.50	77.70	35.40	27.03	(1.10)	2.83	9.33
中游	汽车制造业	(27.20)	4.00	843.40	157.50	81.10	9.74	(1.10)	5.74	26.50
中游	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	42.90	(1.50)	72.40	21.10	13.30	3.83	0.42	5.33	(1.10)
中游	电气机械及器材制造业	15.90	4.00	198.70	85.80	49.80	15.08	(1.10)	9.08	(1.10)
中游	计算机、通信和其他电子设备制造业	(13.00)	17.20	141.40	86.20	49.20	41.81	(1.10)	24.61	54.80
中游	仪器仪表制造业	-	11.80	111.00	50.30	34.20	20.93	(1.10)	9.33	20.90
中游	其他制造业	8.70	(7.40)	80.00	40.30	24.80	3.30	(1.10)	10.70	(1.10)
中游	废弃资源综合利用业	8.80	(5.20)	89.20	72.60	80.40	21.92	6.52	27.12	13.10
中游	金属制品、机械和设备修理业	12.40	(27.20)	194.40	181.80	70.40	11.84	1.62	29.04	(1.10)
下游	农副食品加工业	(3.70)	5.90	28.90	16.60	11.00	14.93	(1.10)	9.03	18.60
下游	食品制造业	17.30	6.40	52.10	27.80	16.20	6.49	1.12	0.09	(10.10)
下游	酒、饮料和精制茶制造业	17.90	8.90	44.10	29.20	38.60	11.93	(1.10)	3.03	(2.20)
下游	烟草制品业	23.90	25.40	18.70	17.40	15.60	21.69	1.72	(3.71)	(1.10)
下游	纺织业	3.20	7.90	40.40	16.60	4.70	(1.10)	0.21	(10.99)	(1.10)
下游	纺织服装、服饰业	(1.30)	(21.30)	43.30	37.90	27.90	(1.10)	0.84	16.48	(1.10)
下游	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	7.00	(20.70)	29.30	23.60	18.10	(1.10)	(1.10)	11.43	(1.10)
下游	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	(1.50)	(8.80)	27.20	14.90	17.50	0.41	2.81	9.21	1.91
下游	家具制造业	13.50	(11.10)	72.60	50.50	44.70	(1.10)	(1.10)	7.11	(1.10)
下游	造纸及纸制品业	(80.30)	21.20	112.70	91.50	84.20	39.47	(1.10)	18.27	69.70
下游	印刷业和记录媒介的复制	5.70	(5.70)	49.30	26.60	18.20	0.25	0.47	6.05	(1.10)
下游	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	28.20	(9.20)	57.00	43.00	26.80	(1.10)	0.38	8.33	(1.10)
下游	医药制造业	10.90	12.80	88.70	80.20	81.70	34.46	5.26	21.00	23.50
电热燃气	电力、热力生产和供应业	13.70	3.40	50.70	40.50	24.70	0.19	(1.10)	(1.21)	(1.10)
供热燃气	燃气生产和供应业	(13.70)	7.70	66.10	53.90	41.80	21.26	(1.10)	13.56	34.90
电热燃气	水利生产和供应业	10.20	16.90	234.10	101.20	60.20	15.89	(1.10)	(0.81)	5.40

资料来源：Wind，天风证券研究所

当然市场还有另外的关注，是不是这里还有进一步的需求层面的担忧？

因为 6 月和二季度数据？

拆分基本面的分项，目前主要是出口和房地产保持相对韧性，其他分项的复苏较慢。从总理最关注的几项指标来看，挖掘机产量连续 2 个月回

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_33385

