



彭文生：央行全面降准影响几何？





继本周三国务院常务会议释放降准信号之后，本周五央行宣布决定于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），释放长期资金约1万亿元，部分将用于置换MLF和弥补税期流动性缺口，本次下调后金融机构加权平均存款准备金率为8.9%。本文将从宏观、策略、固收、行业（银行、机械）等多角度对本次央行降准的影响进行点评分析。

宏观：“紧信用、松货币、宽财政”将持续较长时间

我们在中期展望报告中提出，“紧信用、松货币、宽财政”可能不仅是短期、而且是中期最优的政策组合。

我们在中期报告中指出，中国去年信贷扩张，带来较大的债务压力，目前的“紧信用”在中期有利于解决债务问题、防范化解金融风险，但短期会带来经济下行压力。而供给约束带来的成本上升，挤压了中下游企业的利润，紧缩了企业的基本面，削弱了其债务偿还的能力，带来信用风险的上升和自发的“紧信用”，也压制了经济内生的增长动能。因而需要“松货币、宽财政”来对冲和抵消“紧信用”的影响。

而从今年专项债发行和财政支出进度看，受地方政府隐性债务化解和防范地方债务风险的影响，专项债项目管控较严，财政本身的支持力度不算大，这样的情况下，更需要“松货币”的支持。而在我国，央行作为大政府的一员，普惠金融、绿色金融再贷款再贴现等政策本身就承担了很多准财政的职能。

未来几年看，要平衡“化解债务、调节增长、缩小贫富差距”之间的关系，“紧信用、松货币、宽财政”可能不仅是短期、而且是中期最优的政策组合。

本次央行宣布的全面降准释放正是“紧信用、松货币、宽财政”政策组合的体现，也确认了央行不会因为供给约束导致的通胀而收紧货币政策，而是更注重通胀灰犀牛对企业利润的挤压、债务风险的影响，此次降准置换MLF并非“大水漫灌”，主要目的是以长换短、降低金融机构负债成本，进一步推动综合融资利率下行，助力金融支持实体。货币政策或在中期都将保持稳中偏松，三农、小微、民企、绿色再贷款再贴现等货币政策工具

或也将发力，发挥结构性支持实体的作用。

A 股策略：降准兑现，成长占优

下半年增长回落，政策“稳中趋松”，消费需求不振是新的政策挑战。我们在 6 月中发布的下半年展望《重回成长》中提到全球疫情后的经济与市场演绎，符合“先进先出、长尾退出、节奏异步、结构分化”的特征。中国下半年有望在全球率先进入“疫后新常态”，收入预期及消费可能仍不振，总需求并不强劲，市场关注点可能会从之前关注通胀，到逐步更加关注增长可持续性。在这样的背景下，我们预期下半年政策“稳中趋松”，流动性相对宽裕。

本次降准虽然意在应对大宗涨价对企业的不利影响、置换下半年到期高峰的 MLF 以及防范化解地方债务等信用风险问题，但实质还是传递了政策积极应对增长回落的态势。上周保障性租赁住房的政策已经发布，本周央行超预期的全面降准，表明政策上正在稳中求变，力保总需求达到一定的水平。

市场对疫情造成的“供给侧”冲击已经有一定认知，总体上随着时间推进，疫情对“需求侧”的冲击也在逐步体现，疫情冲击降低了收入可预见性、降低支出意愿、加大了分化，表现之一是消费需求不振。中国 3-5 月社会零售总额两年复合增速 4.5%，仍明显低于疫情前平均增速。与以往的周期下行中消费一般具有韧性不同，“疫后新常态”下消费需求不振可能对政策稳增长带来新的挑战，特别是在“房住不炒”等约束下，需要政

策新思路。

图表：消费复苏偏弱是本轮周期与以往不同之处



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表：终端需求偏弱使 PPI 向 CPI 传导相对不畅



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

流动性趋向宽松，市场利率下行，改善市场资金面。本次全面降准，可能使得金融体系流动性进一步走向宽松，国内债券收益率下行。从股市来说，增长回落、流动性宽松的环境短期有助于提升市场风险偏好。但结合历史上宽松周期的首次降准也往往体现对于经济增长放缓的确认，部分偏周期的行业可能在未来面临盈利下行压力，市场在指数层面可能难有过高的预期。流动性宽松的环境相对更有利于成长风格，尤其是当前与产业升级相关部分制造业景气度相对较高、盈利确定性强、成长周期相对较长。

总体上看下半年“中国增长放缓、美国政策退出”的预期，可能不利于价值风格的表现，中国宏观稳中走弱，政策稳中趋松的特征，可能更有

利于“景气程度高、产业前景相对明确且相对长线”的成长主线。虽然目前局部成长板块估值不低可能带来潜在波动，但市场结构分化、偏向成长的特征，可能类似 2013 年后创业板在成长占优背景下走出相对独立行情。这样判断的主要的风险来自通胀的持续超预期，信用事件的阶段性干扰等。后续我们继续关注中国增长、通胀、海外疫情及政策演绎、中美关系等方面的进展更新我们对市场方向及节奏的判断。

成长为主，兼顾周期。我们预计下半年市场关注点可能会从当前关注通胀，到同时关注增长的持续性，成长可能相对占优。近期的监管政策导向，指向对保护民生、维护安全不利的领域，监管趋势在加强，而对制造业升级、科技创新，依然保持支持力度。同时，我们注意到，经过多年的中美贸易摩擦，特别是近年的疫情大考，中国制造业产业链展现的韧性和竞争力得到了更多的认同和验证。尽管仍有产业链方面的担心，但这些产业韧性和竞争力可能会进一步在更多制造业领域体现；中国无论在科技硬件还是软件领域都在谋求产业自主；消费虽然整体不强，但结构升级的趋势在延续，等等。

我们建议关注如下三条主线：1) 高景气度、中国已经具备竞争力或正在壮大的产业链：电动车产业链、新能源、科技硬件与软件、电子半导体、部分制造业资本品等；2) 泛消费类行业：在泛消费，包括日常用品、轻工家居、酒店旅游、家电、汽车及零部件、医药及医疗器械等领域自下而上择股；3) 逐步降低周期配置但关注部分结构有利或具备结构性成长特征的

周期：部分有色金属如锂等，化工以及受益于财富及资管大发展趋势的金融龙头。

图表：创业板指相比沪深 300 盈利增速差与相对收益高度相关



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表： 2011 年至今历次降准

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_33391

