



李迅雷团队：降准和“严打” 对证券市场的影响如何



意见领袖 | 李迅雷团队

本周与资本市场相关的有两件重大政策出台，一是7月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于依法从严打击证券违法活动的意见》（下称《意见》），并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实；二是7月9日央行宣布于7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放长期资金约1万亿元。为此，中泰证券研究所总量团队就此话题展开讨论。

01

降准不代表宽松周期开启

中泰宏观首席陈兴认为，降准是超出市场预期的地方，原文提到的是“针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响”，乍看起来让人费解，降准是总量性政策，给市场释放流动性，不是变相助推大宗商品涨价了么？或许可以这么理解，一方面，从企业利润表的角度，大宗商品价格反映在原材料成本之中，融资成本也是企业成本的一部分，在大宗商品这块成本短期有压力的情况下，从融资端给企业减减负，降一些，也有助于缓解企业负担。

另一方面，大宗商品分为两类，一类是全球定价的品种，原油，工业金属这些，这部分商品价格的上涨，我们国内政策能调节的比较有限，另一类主要是国内定价的品种，钢铁和煤炭为主，之前价格上冲是有供给整

治的因素，现在国常会提到要“保供稳价”，定价主线重新回到需求，而在地产和基建投资均无强刺激的情况下，需求引发价格上涨的空间有限，因此，整体来看，降准对于企业降成本有积极意义，而引发商品价格大幅反弹的可能性不高。另外，美联储还未正式释放 Taper 信号，但或将为期不远，我国旨在利用美国货币政策收紧前的窗口期，宽松政策所受约束相对较小。

中泰固定收益分析师肖雨认为，继周三国常会提及“降准”后，周五全面降准落地。从资本市场反应看，周四股市表现分化，价值蓝筹股下跌，创业板上涨，而债市出现大幅上涨，10Y 国债收益率下破 3.0%。股债走势表明市场关于“降准”信号释放存在两点解读：一是下半年经济下行压力较大，二是货币政策将转向宽松。我认为这两种判断可能都存在偏差。

年内经济下行压力有限，韧性可能超预期。后疫情时代的经济复苏确实存在“不均衡、不稳固”的问题，如上中下游企业盈利分化，制造业投资、消费增速不及预期，1-5 月城镇新增就业人数低于 2013 年-2019 年同期水平。但是展望下半年，消费、制造业缓慢修复背景下，出口、地产投资拉动作用虽然逐渐减弱但回落幅度有限，因此基本面仍有韧性。

降准落地，不代表宽松周期开启。本次国常会特别强调“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”，这意味着货币政策“稳健”的基调没有改变。下半年预计货币政策“不紧不松”，一方面经济仍在恢复过程中，

通胀和汇率压力不大，货币政策收紧可能性不大，但一方面，考虑到“稳杠杆”的政策诉求和地产融资“强监管”压力，货币政策放松空间也受到明显制约。

降准主要目的在于调结构和降成本。2018 年以来央行货币政策思路已经从“总量型”切换到“结构性”，市场不应该总抱着“大水漫灌”的有色眼镜看待降准。从官方解读看，故这次降准的目的主要有两点，一是调整资金结构，增加金融机构的长期资金占比，引导金融机构增强对于实体经济的支持力度，推动经济在恢复中达到更高水平均衡；二是通过降准置换 MLF 的方式降低融资成本，缓解大宗商品价格上涨对中下游和中小微企业的冲击。

中泰策略首席陈龙认为，从流动性方面看，周五央行宣布全面降准 0.5 个百分点，预计释放流动性 1 万亿左右，此举使得市场认为下半年流动性进一步边际收紧的预期有所改变。下半年全球和国内流动性将随着经济、通胀等因素而不断出现预期上的变化。这其中最大的灰犀牛仍然是全球新冠疫情。

李迅雷认为，在美联储缩表预期下，我国采取降准的原因，还是在于经济走缓的迹象已经比较明显。虽然降息不代表中国经济将马上且显著回落，但至少没有强有力的逻辑来支持经济会继续回升。从 1-5 月份新增就业的角度看，不甚理想，说明中小企业经营状况不乐观。假设美联储在经济回升时加息，在经济下行时实施 QE，那么，它就落在曲线后面了。而我

国央行在经济尚未回落时就降准，显然是走在了曲线前面。当然，货币政策是总量政策，对当前面临的结构性问题所起到的作用也是有限的。

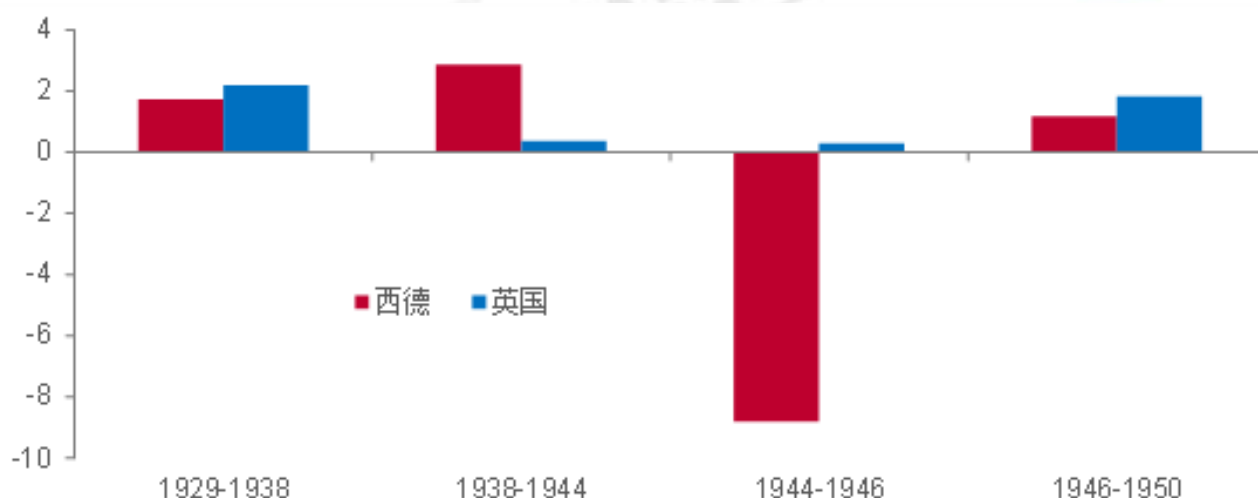
02

下半年全球及中国经济增长动能如何？

陈兴认为，国内经济增长在达到疫情前增速水平后逐渐步入稳态，疫情过后并无补偿性增长出现，而与此类似，美国的经济复苏也很可能在达到疫情之前 2%左右的增速水平后保持稳定，并无很强劲的增长动力。

首先，疫情之后资本存量并无显著下滑。市场部分观点把疫情冲击与战争类比，事实上，战争期间经济具备的典型特征表现为资本存量的下降，如 1944-1946 年间西德资本存量年均增速下降 8.8%，这也使得二战后受冲击最严重的经济体，战后恢复更快。但从欧盟等机构测算的数据来看，本轮疫情并未带来资本存量增速的显著下滑，因而不存在补偿性增长的空间。

西德和英国二战前后资本存量年均增速（%）



数据来源：WIND，中泰证券研究所

其次，拜登基建计划不足以拉动增长到更高水平。暂且不论拜登基建计划面临缩水的问题，即便从其原有的计划规模来看，其投资侧重于传统基建领域而忽视新基建，但恰恰是新基建所对应的新经济领域增长速度较快，因而拜登计划的政策效果更多地侧重于“稳就业”而并非“稳增长”。

最后，市场或已在反映美国经济恢复乏力的风险。虽然6月美国非农数据明显走高，但失业率不降反升，劳动参与率也有所走平，反映出疫后劳动力市场恢复依然偏慢，而6月美国ISM服务业PMI指数也不及预期和前值。这也使得长端美债收益率水平有所下行，但若美联储据此放缓“收水”进程，则美国经济陷入“类滞胀”的风险上升。

陈龙则认为，下半年尽管全球经济持续复苏，但分化明显，边际动能有所放缓。全球经济改善与疫苗接种高度相关，海外发达国家接种有序进行，经济明显修复；新兴市场接种不均且节奏缓慢，普遍仍陷疫情“泥潭”；

近期，海外变异毒株使得疫苗失去效力或部分效力。如若这样，全球疫情蔓延使得经济进一步陷入停滞甚至衰退的概率仍然不低。下半年，拉动国内经济增长的核心动能仍然是出口和国内制造业。首先，由于全球经济复苏不均，发达国家好于发展中国家。因此出口仍有可能超预期。另一方面，上半年制造业投资低于预期，主要基于原材料价格超预期上涨导致成本提升过快，下半年随着出口进一步好转，以及成本下降，制造业投资有望对宏观经济起到支撑作用。

中泰金融工程首席唐军认为，变异病毒加剧全球疫情恢复不同步，利于我国制造业市场份额提升。德尔塔变异病毒在全球多国传播引起普遍担忧，但其在疫苗接种率较高的国家可能影响不会太大。以英国为例，其每日新增确诊病例数再次回到 30000 以上，但每日新增死亡病例数仍维持在 30 例左右的低位，没有跟随新增确诊数明显起来。说明变异病毒加快了新冠疫情在英国的传播，但对重点人群接种疫苗减少了重症率和死亡率。只要重症和住院人数不大幅上升，医疗系统没有明显压力，欧美发达国家就不会采取强力的封锁措施。

因此，变异病毒对疫苗接种率较高的发达国家影响可能有限。但对疫苗接种率较低的国家，其影响是显著的，新增死亡人数和新增确诊人数间呈现明显的正相关。变异病毒可能加剧全球疫情恢复的不同步，有利于我国制造业市场份额继续提升。

中泰金融工程分析师李倩云展望下半年，认为“经济拐点+货币稳健

宽松+人民币升值”仍是中期投资主线。但三季度经济指标的对立性增强，届时波动性或将加大，因此配置层面不宜激进。

国内方面，2020 年底时预测 2021 年中将是经济增长的拐点，目前来看，经济增长确有放缓。从分项指标来看，进出口和消费数据均表现出一定的韧性，因此到达经济拐点后，经济增速斜率或在很大程度上受到投资增速的影响。上半年货币政策、财政政策、信用扩张均大幅下滑，虽然从 6 月底发布的数据来看，政策和信用均已边际企稳，7 月 9 日央行宣布全面降准，但货币稳健仍是长期主线，财政政策是否能持续发力并对已到达拐点的经济形成有效托力也尚待观察。

海外方面，7 月美国市场流动性预计仍将保持充裕，但可持续性很弱。一方面，逆回购创天量规模之后，流动性已在顶部，回归常态将是大概率事件。另一方面，债务限额预计在 8 月后重建，据美银美林预期，年底 TGA 账户将重回 8000 亿美元。结合三季度美联储缩表预期，在泛滥的流动性背后，拐点已经不远。

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_33404

