

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

相关研究

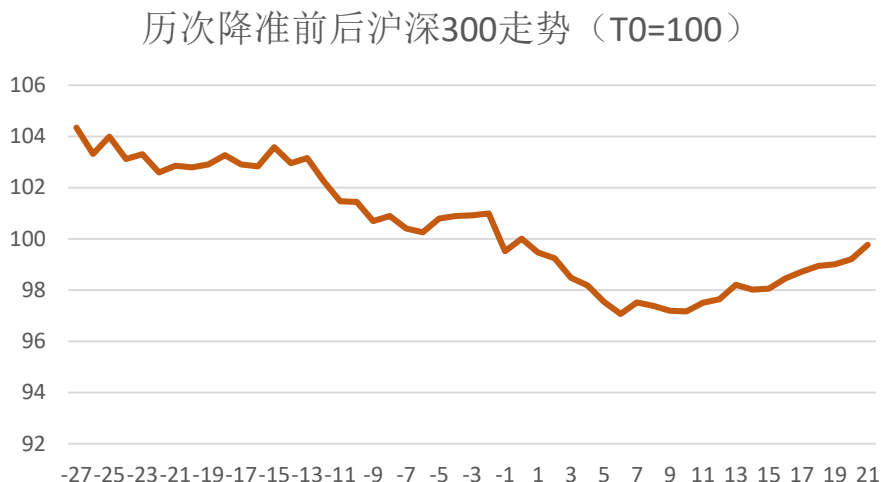
- 外需是当前市场的关键
- 5月经济数据点评: 外需支撑生产, 消费持续低迷
- 5月物价数据点评: CPI 温和持续, PPI 或在磨顶

- 7月7日, 国务院常务会议决定, 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。
- **降准超出预期, 股债商品齐涨。**降准对股票债券商品均形成利好, 尤其是债券。债券收益率全面下行, 其中10年期国债收益率累计下行6BP。从市场反应观察, 本次降准完全超出市场预期。这是因为, 当前经济尽管相对弱势, 但下行较缓。更为重要的是, “430政治局会议”提到“要利用好稳增长压力较小的窗口期”, 市场预期在7月政治局会议前政策不会有大的变动。
- **直接理由费解, 难以持续。**降准的直接理由是“针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响”, 本次商品价格上涨主要是海外需求大幅上升+国内外供给收缩所致。最主要的应对措施应该是增加供给, 而本次政策更像是增加需求。尽管央行可以对真实流动性随时进行调整, 但“降准”容易给市场造成需求端的宽松预期, 从而与政策初衷背离。政策强调在不搞大水漫灌的基础上加强金融对中小微企业的支持, 因此这更像是结构性宽松政策, 但结构性宽松操作难度很大。本次政策的效果和持续性有待观察。
- **货币宽松的提前实现。**历史上降准对市场的影响, 最关键的判断是降准是否为货币宽松导向, 且持续性如何。本次降准的理由是应对大宗价格上涨, 而非应对经济下行。随着外需回落及海外供给能力的恢复, 大宗价格有望下行, 因此货币宽松的持续性不强。然而, 随着外需回落, 内需承压, 经济下行压力加大, 货币宽松的必要性加强。本次降准可以看做是货币宽松的提前实现, 某种程度上是**歪打正着**。
- **货币宽松对市场利好, 但后续空间不大。**经济下行的趋势明确, 但在整体维稳的背景下幅度有限。本次降准已经反映了宽松的相当一部分预期, 因此后续宽松延续的预期空间不大。股市依然维持震荡走势。债市多大于空, 但收益率下行空间已经较小。商品整体则以空为主, 原油例外, 见顶时间更晚; 黑色则由于供给承压, 下行幅度或弱于有色。

风险提示: 全球经济修复不及预期

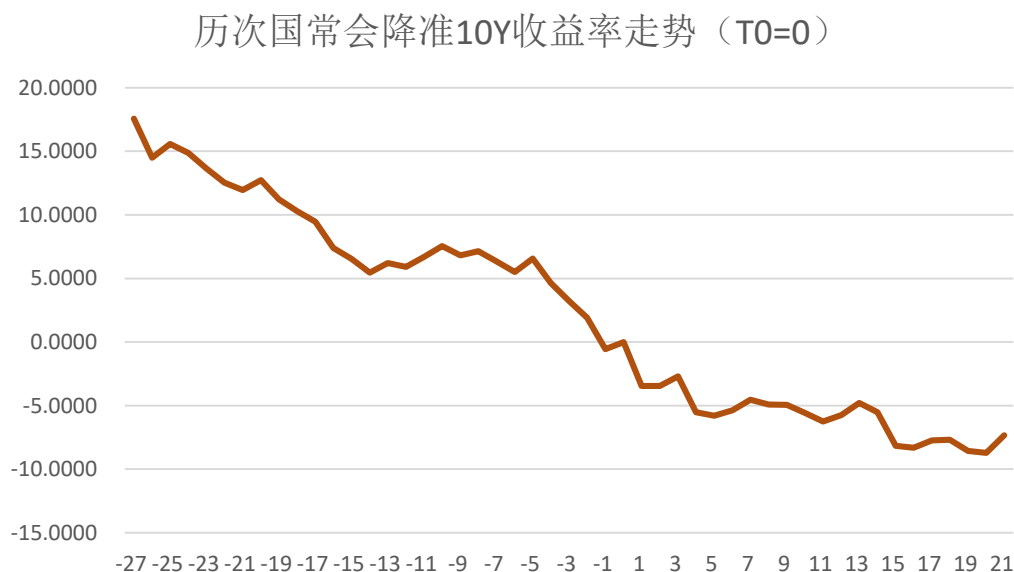
2018 以来的降准基本上都是国常会讨论之后由央行执行。我们整理了 2018 年以后每次降准后市场的表现并做标准化（降准时点的时间标准化为零）。可以看到，降准对股市相对中性，但对债券相对利好。

图 1：历次国常会降准沪深 300 走势



资料来源：Wind, 首创证券

图 2：历次国常会降准 10Y 收益率走势



资料来源：Wind, 首创证券

风险提示：全球经济修复不及预期

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020 年 11 月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5% / 15% 之间

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_20597

