

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

王蔚然  
联系人  
wangweiran@sczq.com.cn  
电话: 86-10-56511796

- 7月7日, 国务院常务会议提及“降准”, 时间点大超市场预期; 7月9日央行实行全面降准, 幅度超出市场预期; 7月9日公布的社融数据也大超市场预期。结合以上变化, 我们判断, 政策取向已经发生明显变化, 显著转向宽松, 不论是狭义流动性还是广义流动性。
- 我们1月判断经济拐点已经到来, 市场基本在5-6月对经济下行逐渐形成共识。由于430会议的定调, 市场普遍预期政策拐点可能在三季度后期甚至四季度。然而, 政策保持了一定的灵活性, 提前出手。往后看, 经济下行可能延续, 但幅度不大, 且预期在政策干预下有所改善。
- 6月CPI与高频数据表明内需继续走弱, 政策随之转向。高频数据方面, 螺纹钢累库趋势高于季节性, 而水泥在成本端煤炭价格上涨同时, 价格反而超季节性回落, M1同比进一步下行至5.5%, 均指向内需趋势性下行, 通胀高点过后政策出手开启宽松。
- 社融大超预期, 供给因素为主, 政策取向明显反转。当月新增社融规模36700亿元, 新增贷款总量超预期。但从分项走势来看, 贷款结构相较前几个月有所恶化, 短贷及票据占比超过44%, 为去年3月以来最高值。银行季末贷款冲量较为明显, 需求并未走强, 供给因素占据主导。后续经济下行趋势可能放缓。
- 近期, 美债收益率超预期下行, 短期甚至回落到1.25%的水平。通胀预期自5月中旬国际大宗商品价格下跌后不断下行, ECRI领先指标已经呈现见顶趋势, 实际利率随之走弱, 与3月18日高点相比下行近40BP, 而疫情反复也降低了市场风险偏好。中期角度来看, 如果Taper如期落地, 美债收益率上行将是大趋势, 届时股市仍然承压, 多空因素交错下, 预计将保持震荡。
- 下半年经济有下行压力, 但在政策维稳下幅度不大。受此影响, 股票维持震荡, 债券收益率继续下行幅度比较有限, 商品整体仍有下行压力, 但幅度较缓。

风险提示: 经济下行超预期, 疫情超预期

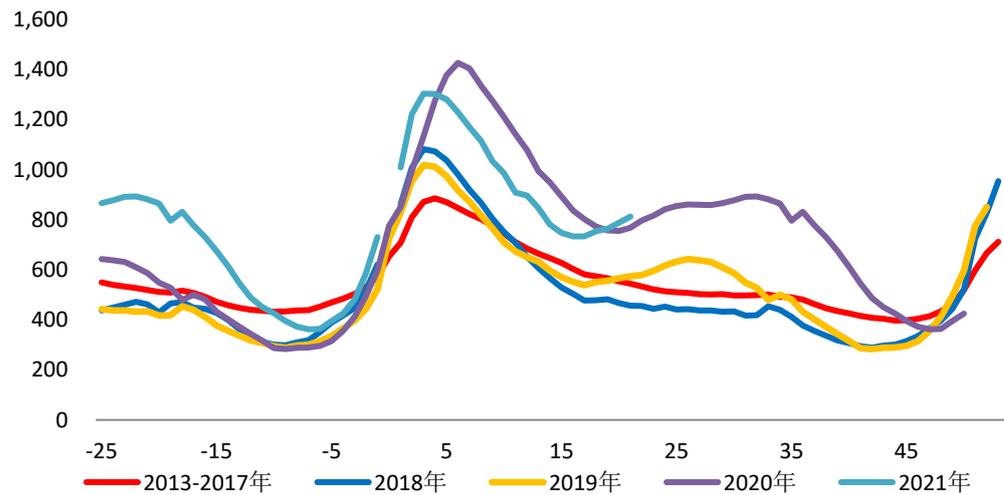
我们1月判断经济拐点已经到来，市场基本在5-6月对经济下行逐渐形成共识。由于430会议的定调，市场普遍预期政策拐点可能在三季度后期甚至四季度。然而，政策保持了一定的灵活性，提前出手。往后看，经济下行可能延续，但幅度不大，且预期在政策干预下有所改善。

## 疫情影响内需收缩，政策转向

7月7日，国务院常务会议提及“降准”，时间点大超市场预期；7月9日央行实行全面降准，幅度超出市场预期；7月9日公布的社融数据也大超市场预期。结合以上变化，我们判断，政策取向已经发生明显变化，显著转向宽松，不论是狭义流动性还是广义流动性。

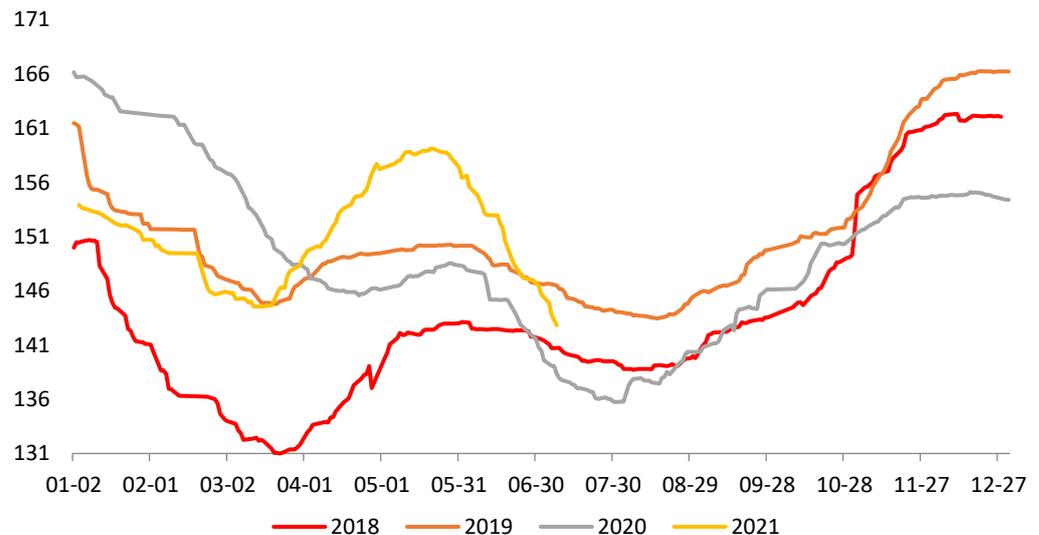
6月CPI与高频数据表明内需继续走弱，政策随之转向。高频数据方面，螺纹钢累库趋势高于季节性，而水泥在成本端煤炭价格上涨同时，价格反而超季节性回落，二者均指向内需趋势性下行。

图1：螺纹钢库存（万吨）



资料来源：Wind, 首创证券

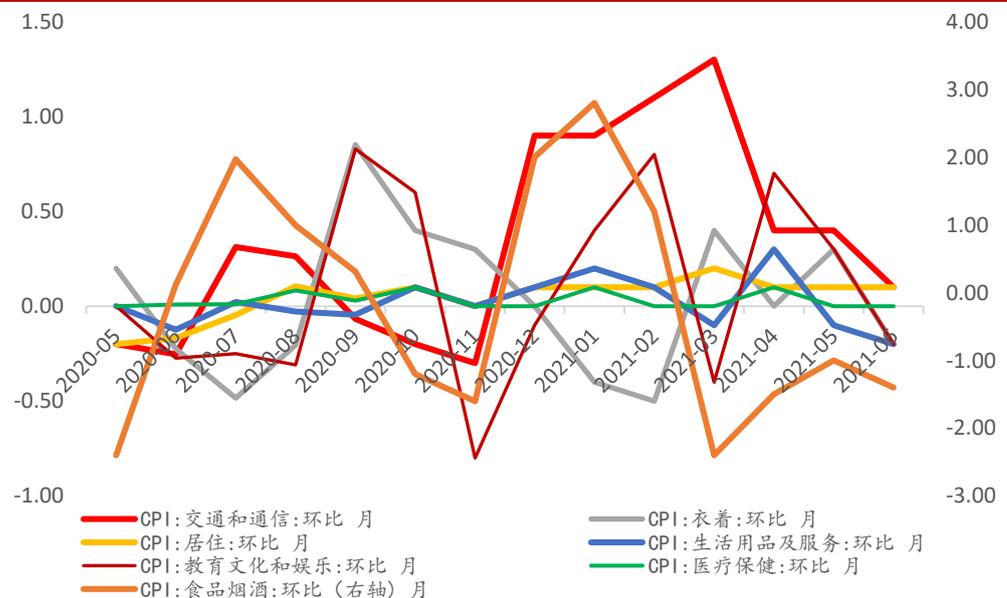
图 2：水泥价格指数：全国



资料来源：Wind, 首创证券

6月CPI同比为1.1%，低于上期的1.3%，环比为-0.4%。从分项来看，6月主要分项环比均下行或持平，主要的拖累项为食品烟酒、教育文化娱乐、交通通信和生活用品及服务，综合来看广深疫情压制了居民外出消费需求；而猪肉在需求淡季中价格进一步下行13.6%，拖累通胀。

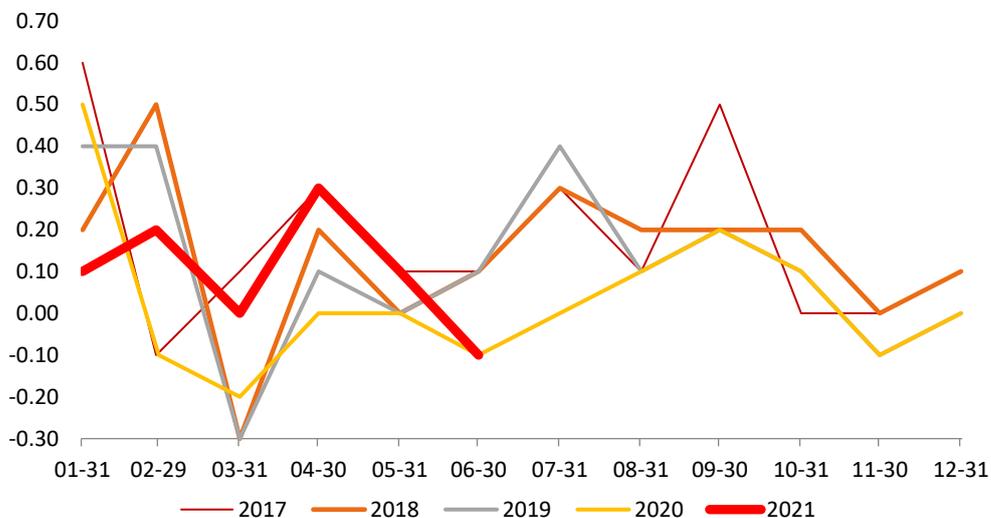
图 3：CPI 环比分项



资料来源：Wind, 首创证券

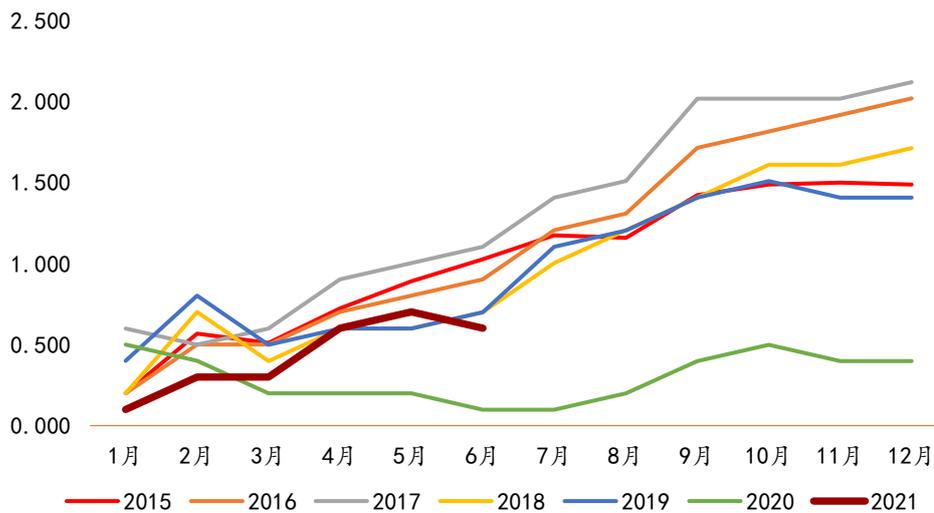
另外，6月核心CPI环比仅录得-0.1%，为全年低点。从年内核心CPI累计涨价动能来看，1-5月累计增量已经超过2018年和2019年，但6月数据打破修复趋势，年内累计上涨0.6%，仅好于2020年，疫情显著影响了内需修复进程。

图 4: CPI:不包括食品和能源(核心 CPI):环比



资料来源: Wind, 首创证券

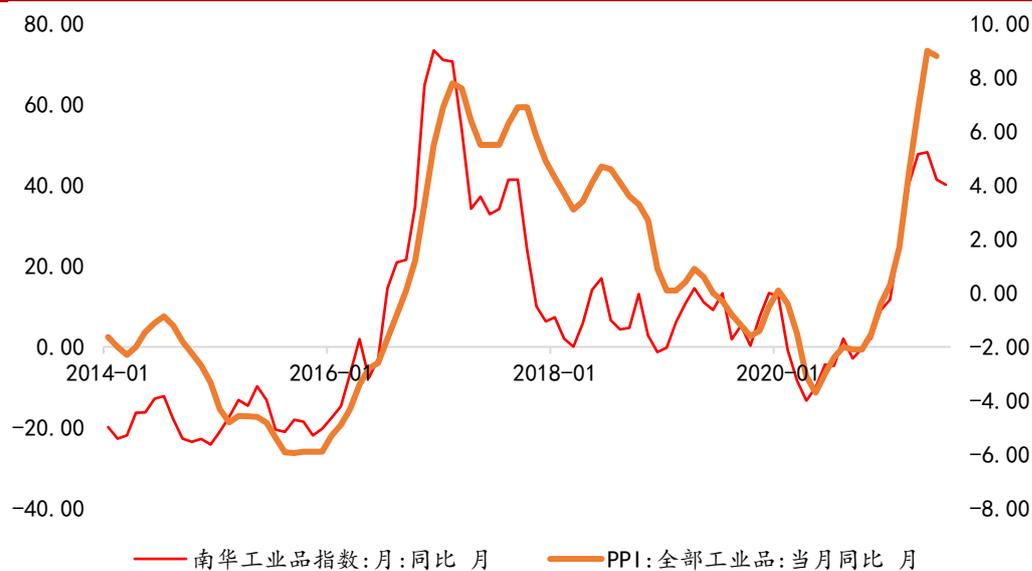
图 5: 核心 CPI 月度环比增量之积



资料来源: Wind, 首创证券

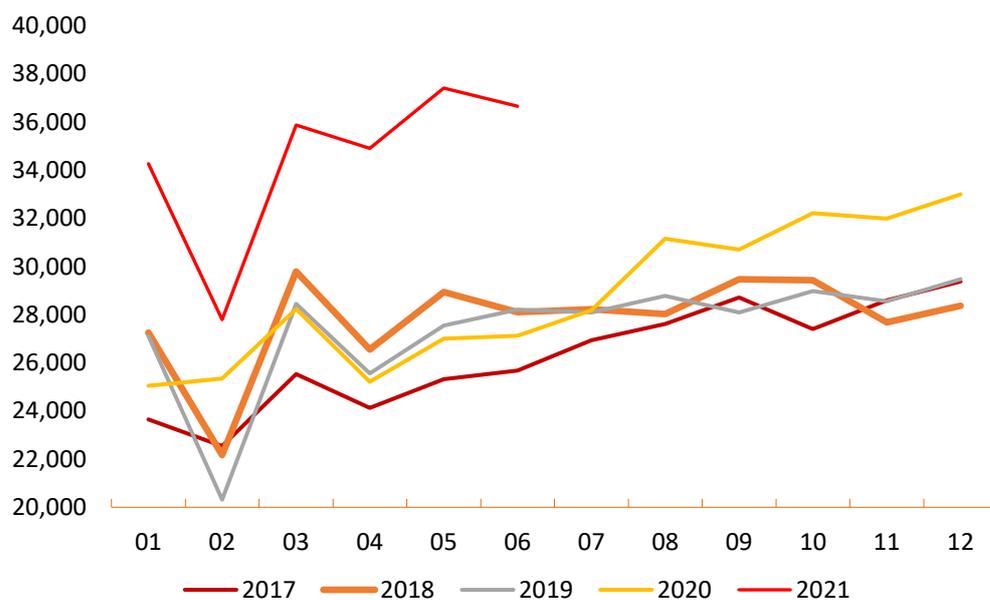
商品价格与 PPI 趋势整体一致, 商品价格在 5 月 12 日左右见顶, PPI 同比由 5 月 9.0% 的高点小幅回落至 8.8%, 随着 PPI 基数上升, 通胀上行压力逐步减弱。6 月台湾出口数据反季节性下行, 欧美日 PMI 磨顶趋势延续, 工业金属价格下行压力将逐渐增加, 通胀压力也将逐渐缓解。

图 6: 商品价格与 PPI 同比



资料来源: Wind, 首创证券

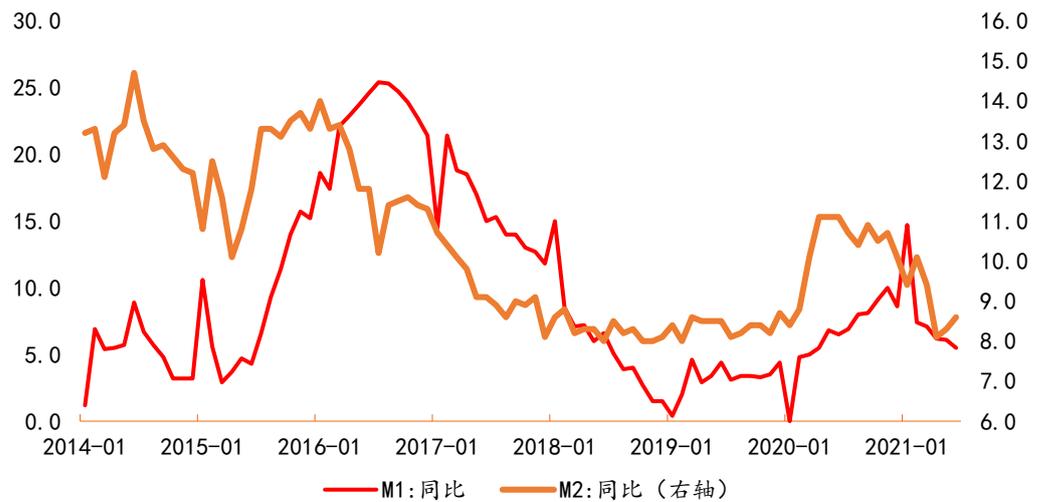
图 7: 中国台湾: 出口总额: 美元 (百万美元)



资料来源: Wind, 首创证券

由于疫情期间隔离政策, 消费场景减少, 居民 6 月存款显著上升; 6 月新增人民币贷款额上升, 存款派生量增加, M2 同比由 8.1% 反弹至 8.6%; 但 M1 同比却继续下行 0.6 个点至 5.5%, 经济动能的弱势愈加明显。

图 8: M1、M2 同比



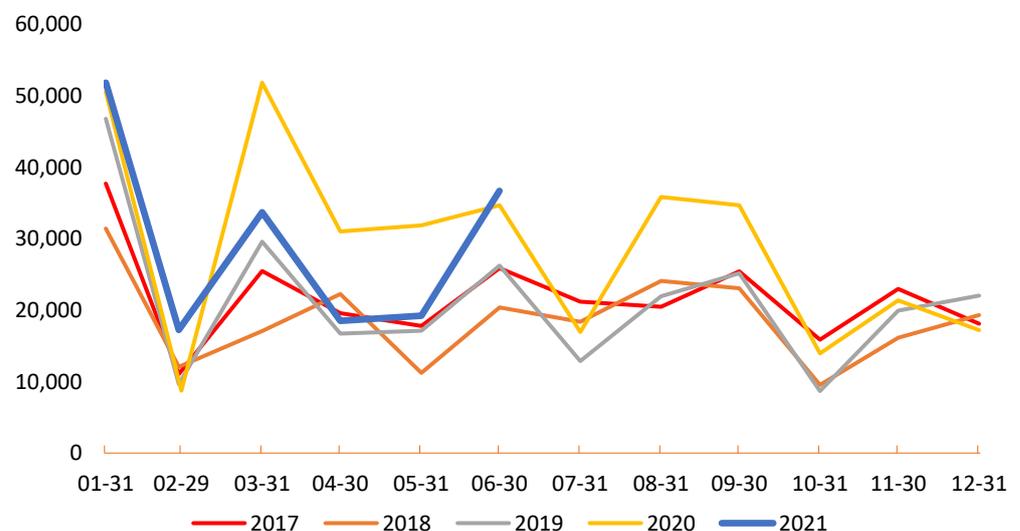
资料来源: Wind, 首创证券

随着经济下行压力增大,政府干预经济的意愿逐渐提升。因此在 PPI 同比出现拐点,通胀压力减轻之后,7月9日央行宣布全面降准 0.5%,幅度和时点均超出市场预期,释放出 1 万亿的长期资金,其中 4000 亿用于对冲 7 月的 MLF 到期,降低资金成本,还有一部分资金用于弥补 7 月中下旬税期高峰的流动性缺口,增加金融机构的长期资金占比,狭义流动性显著转向宽松,周五消息公布后十年国债活跃券短线下行 5BP。

## 社融大超预期, 供给因素为主

6 月社融大超预期,政策取向明显反转。当月新增社融规模 36700 亿元,超过历年同期水平,同比增加 2000 亿元,受此影响社融存量同比下行趋势中止,增速与上月持平,保持在 11.0%。

图 9: 社会融资规模: 当月值



资料来源: Wind, 首创证券

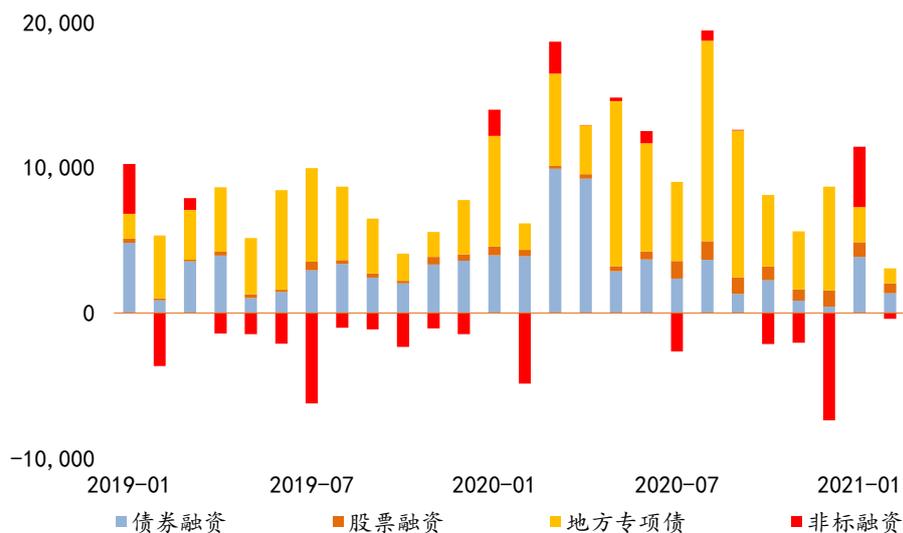
图 10: 社会融资规模存量: 同比



资料来源: Wind, 首创证券

从社融分项来看, 金融机构新增人民币贷款 21200 亿元, 非标融资进一步压缩 1740 亿元, 信托贷款压降规模再次超过 1000 亿元; 与 2019 年同期相比, 新增社融增长 10457 亿元, 其中新增人民币贷款增加 6423 亿元, 低利率环境下债券融资增加 2263 亿元, 弥补 5 月份缺口, 股票融资增加 804 亿元, 地方专项债增加 608 亿元。

图 11: 社融分项走势

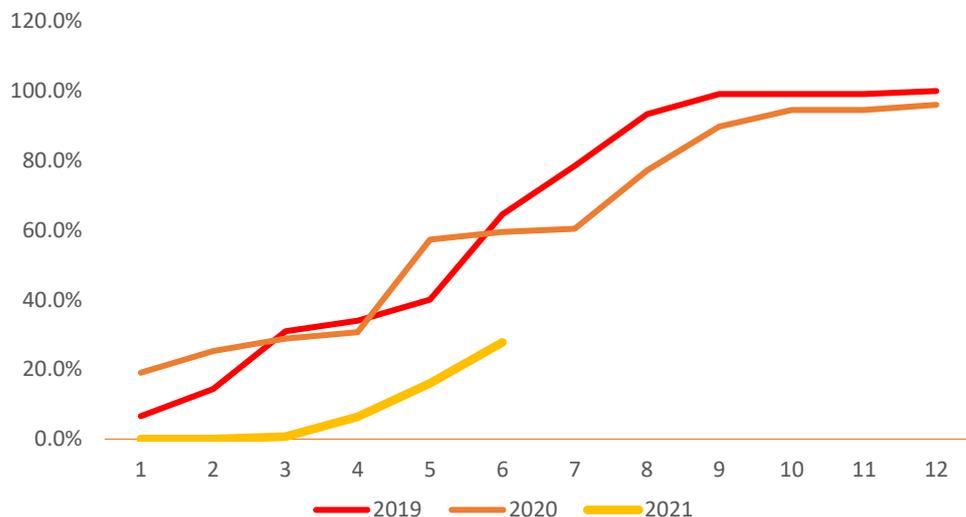


资料来源: Wind, 首创证券

从新增专项债发行进度来看, 2021 年新增地方政府专项债显著慢于 2019 和 2020

年，今年累计新增地方专项债 10143 亿元，相较 36500 亿元的额度仅完成 27.8%，后续发行压力仍然较大。

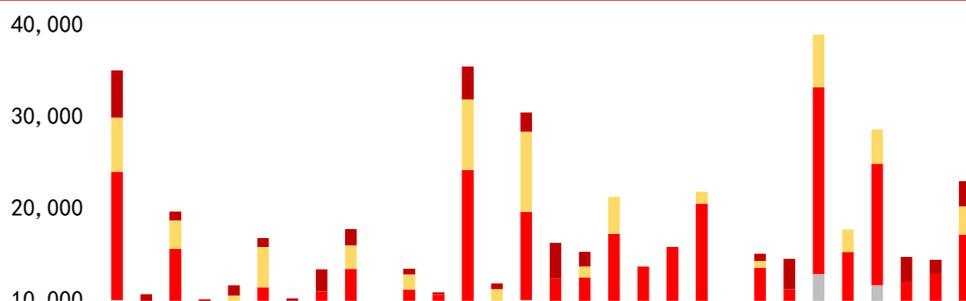
图 12：新增专项债发行进度



资料来源：Wind, 首创证券

6 月份新增贷款总量超预期，但从分项走势来看，贷款结构相较前几个月有所恶化，短贷比例明显提升，短贷及票据占比超过 44%，为去年 3 月以来最高值。银行季末贷款冲量较为明显，需求并未走强，居民中长贷占比下降，仍然受压。

图 13：信贷分项走势



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\\_20656](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20656)

