

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

- 最近几天的降准政策以及6月的金融数据引发了市场的诸多讨论。综合多方数据，我们认为，本次政策的变化标志着政策宽松的拐点。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，股票维持震荡略弱；债券收益率继续下行仍有空间，但幅度比较有限；商品整体仍有下行压力，但幅度较缓。
- **本次政策变动是宽松吗？答：是的。**本次政策变动有四大超预期：（1）降准操作超预期；（2）降准时点超预期，（2）全面降准超预期；（4）6月社融超预期。四大超预期基本确认了政策取向转向宽松。
- **本次政策宽松的理由？答：经济有持续下行压力。**我们在2021年1月明确提出中国经济拐点已现，将持续下行。市场对此共识的形成大概在5-6月。关于这点，市场当前没有太多分歧。中国经济在上半年的支撑主要是外需和地产销售。外需在下半年可能走弱，而政策持续偏紧，如果政策不做出调整，经济大概率将持续下行。
- **下半年经济怎么看？答：整体略有下行，幅度不大。**由于2020年疫情的影响，市场上更多考虑经济变量的两年复合增速。我们用社融两年复合增速与名义GDP进行对比，发现社融领先的规律仍然成立。在政策的干预下，社融两年复合增速将保持平稳，因此，在没有疫情干扰的条件下，名义GDP的复合增速大致将保持平稳。
- **资本市场怎么看？答：股市维持震荡略弱，债券收益率继续下行，但幅度比较有限；商品整体仍有下行压力，但幅度较缓。**

风险提示：全球经济修复不及预期

最近几天的降准政策以及 6 月的金融数据引发了市场的诸多讨论。综合多方数据，我们认为，本次政策的变化标志着政策宽松的拐点。下半年经济有下行压力，但在政策维稳下幅度可能不大。受此影响，股票维持震荡略弱；债券收益率继续下行仍有空间，但幅度比较有限；商品整体仍有下行压力，但幅度较缓。

针对市场的争议点，本篇报告以问答的方式进行解读。

问题一：本次政策变动是宽松吗？

答：是的。本次政策变动有四大超预期：（1）降准操作超预期；（2）降准时点超预期，（3）全面降准超预期；（4）6 月社融超预期。四大超预期基本确认了政策取向转向宽松。

研究政策的一个关键是，做比说更重要。我们不但要看政策的说法，更要关注政策的实际操作。

2018 年以来，政府对“大水漫灌”较为敏感，在货币宽松政策出台之前会有相关的铺垫和具体的说明。本次政策推出宽松信号强烈的降准措施，且没有较强的其他逻辑支撑，那说明只有一个传统逻辑——经济有下行压力。

然后，同等重要的是，6 月的社融数据可以说是全面超预期。贷款、企业债及政府债净发行全面超过季节性。这与降准同时出现，很可能不是巧合，而是政策的组合拳。

问题二：本次政策宽松的理由？

答：经济有持续下行压力。

我们在 2021 年 1 月明确提出中国经济拐点已现，将持续下行。市场对此共识的形成大概在 5-6 月。关于这点，市场当前没有太多分歧。中国经济在上半年的支撑主要是外需和地产销售。外需在下半年可能走弱，而政策持续偏紧，如果政策不做出调整，经济大概率将持续下行。

问题三：如何理解政策的初衷是帮助中小企业应对大宗商品涨价？

答：这是一个很好的理由。

首先，这个理由非常费解。大宗商品涨价的应对措施应该是增加供给，而本次政策更像是增加需求。

从表面上的理由看，本次降准是为了帮助中小企业应对大宗商品涨价的压力，因此市场均猜测是定向降准。而最后全面降准的操作表明，应对大宗商品涨价的说法更像是一个设计好的理由。

如果这个原因成立的话，那么我们还应该看到针对中小企业的其他措施出台，因为其他政策更加有效。然而，我们至少到现在还没有看到明确的措施。

我们猜测，本次理由的费解与 430 会议的定调有关。430 会议最重要的一句话是“要用好稳增长压力较小的窗口期”。为了逻辑的一致性，需要做出妥协。

综合评价此次政策变化，一句话概括是“明修栈道暗度陈仓”。

问题四：如何理解降准的时点超预期？

答：“稳”字当头、预调微调与精准调控的相结合。

我们在 2021 年 1 月明确提出中国经济拐点已现，将持续下行。市场对此共识的形成大概在 5-6 月。即便如此，市场也没有预期到政策的放松，本次宽松显著早于市场预期。

期。这里最关键的原因在于 430 会议的定调，市场主流认为 7 月政治局会议之前的政策基调不会变化，更倾向于观察 7 月政治局会议的定调再做判断。

2019 年以来，吸取了以往的经验教训之后，政策的操作更加注重预调微调与精准调控，避免经济的大起大落。2020 年底中央经济工作会议提出“不急转弯”即是很好的例子。2018 年底，财政货币全面宽松，带来了一季度的开门红，然而 419 会议马上就对宽松的政策进行了调整。2020 年初，受疫情影响，财政货币再度双宽松，然而，社融大量仅维持了三个月，货币市场利率自 5 月起就开始大幅上调。以往，政策一般是明显滞后的，而 2019 年以来政策出手较快，滞后期显著缩短。

本次操作是个标志性事件，表明有些政策的调整要比市场想的更具灵活性，而非机械遵循某些重要性会议。

政策灵活机动操作的影响是，经济波动的幅度将变小，对自下而上的投资策略有利，而宏观策略及利率研究员变得更为鸡肋，失业或转岗风险加大。

问题五：下半年经济怎么看？

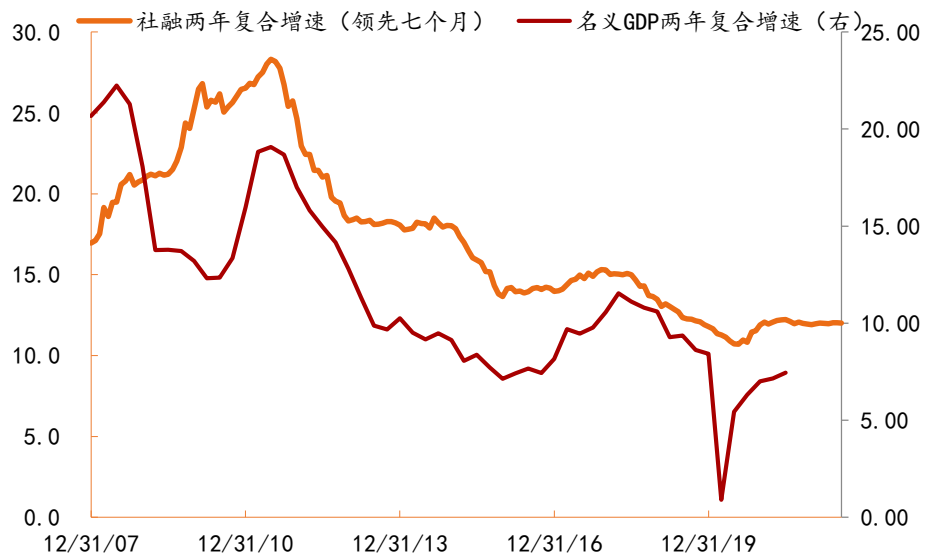
答：整体略有下行，幅度不大。

由于 2020 年疫情的影响，市场上更多考虑经济变量的两年复合增速。我们用社融两年复合增速与名义 GDP 进行对比，发现社融领先的规律仍然成立。在政策的干预下，社融两年复合增速将保持平稳，因此，在没有疫情干扰的条件下，名义 GDP 的复合增速大致将保持平稳。

不确定性在于疫情的变化。本次宽松的本质在于经济的走势弱于之前的市场普遍预期，核心在于疫情的影响比市场预期的要大，中国、美国及全球多数国家均如此。因此，后续疫情的变化仍是决定经济和资本市场的最核心因素。

另一方面，在全年维稳的基调上，政策已经出手，市场预期明显改变。因此，经济失速下行的风险大幅下降。

图 1：名义 GDP 增速预计保持平稳



资料来源：Wind, 首创证券

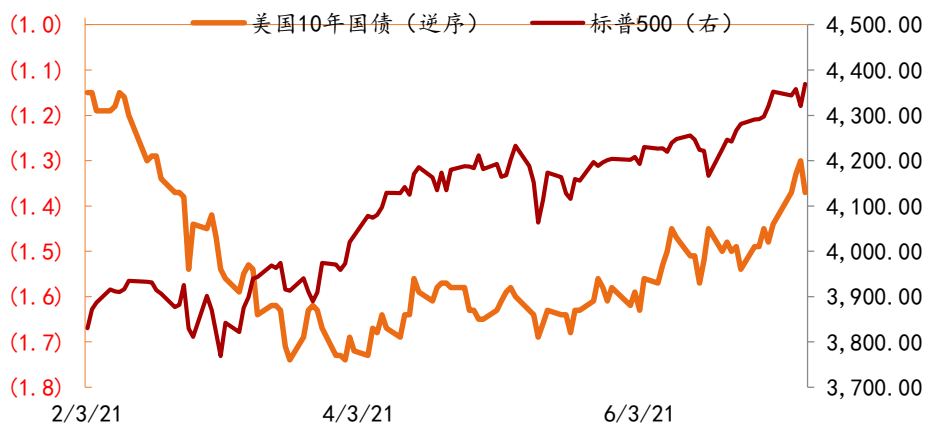
问题六：资本市场怎么看？

答：股市维持震荡略弱，债券收益率继续下行，但幅度比较有限；商品整体仍有下行压力，但幅度较缓。

中期维度观察，经济下行、货币宽松及美债走势仍是资本市场的主要决定因素。

尽管经济延续下行，但政策已经着手维稳，预计下半年经济下行幅度不大。另一方面，资金面宽松也给A股带来支撑。然而，随着全球疫情的可能好转，美债目前的点位偏低，依然有上行的风险，而4月以来的美股走势基本由美债的下行驱动。如果美债回升，全球股市仍有压力。A股整体可能维持震荡略弱的状态，结构性机会仍然更为重要。

图 2：近期美股主要由美债下行驱动



资料来源：Wind, 首创证券

债券方面，我们在1月提出看好债市的观点，为全市场最早，时点也最为准确，并且一直坚持，直到10年国债收益率下破3%。站在当前时点，我们依然看好债市，但本轮行情的走势已至中后段，收益率往下的空间相对有限。

图 3：国债收益率下行行情已近中后期



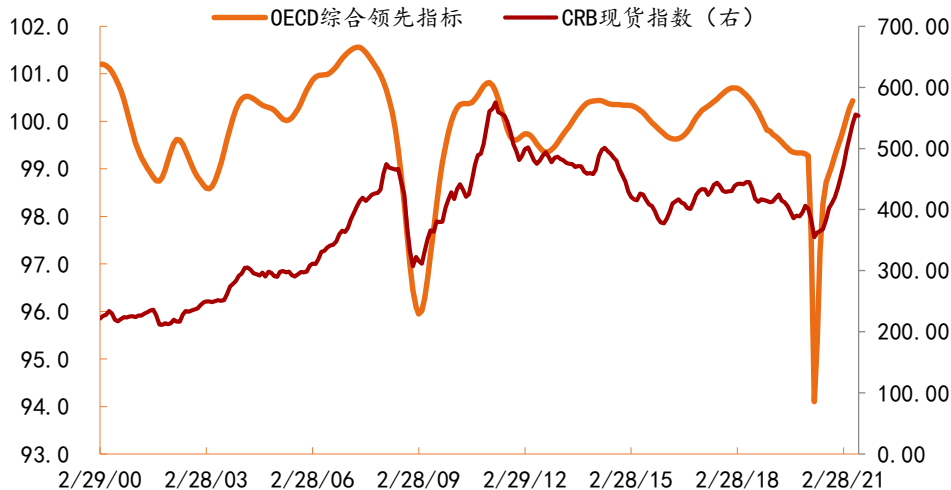
资料来源：Wind, 首创证券

首先，如上所述，经济下行尽管延续，但由于政策干预，下行幅度有限。其次，本轮政策放松已经成为市场共识，市场情绪得到较大程度的释放。再次，从点位上来比较。可比的是 2015-2016 年，2019 年以及 2020 年。

- (1) 2016 年年初的低点是 2.72，而当前的名义 GDP 增速要比当时高；
- (2) 2019 年低点是 3.0，当前的经济形势不如 2019 年；
- (3) 2020 年疫情前的点位是 3.1 左右，当前的经济形势也不如疫情前；
- (4) 2020 年疫情期间最低点为 2.5，当前的经济形势明显好得多。

综合以上，国债收益率低点落在 2.8-2.9 之间是较为合理的。鉴于当前的点位已经破 3%，往下的空间相对有限。

图 4：全球制造业 PMI 或见顶回落，商品将趋势性回落



资料来源：Wind, 首创证券

商品方面，主要还是看全球需求。6 月的全球制造业 PMI 相比 5 月回落，而美国多项高频指标已经显现高位回落的迹象。全球需求冲高回落的趋势开始出现。整体来看，商品价格趋势依然在下行。但由于全球需求下行节奏较慢，叠加中国与海外供给的限制，

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_20659



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn