

日期：2021年07月12日



# 降准将为股债双升添动力

——央行全面降准政策点评

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120021

报告编号:

相关报告:

## ■ 主要观点

### 对冲基础货币增长能力不足

中国当前货币体系的一个基础问题是基础货币增长能力不足。2014年后，中国外汇占款推动货币增长的格局扭转，过去被“圈进”货币池子的货币开始陆续释放。但随着国际金融市场形势变化，在金融体系强调风险防控的当下，货币乘数的持续提高进程受到影响；2020年下半年起中国货币乘数提高进程就已发生改变，进入平衡期。因此，2021年以来中国“降准”的必要性实际上一直处在积累当中。

### 经济增长动能仍然不足

随着中国经济进入后疫情时代，“赶工”带来的经济快速回升现象消退，以及海外疫情反复持续下，海外需求也渐趋萎缩，中国外需增长也面临放缓趋势。以2年增长平均数观察，中国2021年消费和投资的增速均没有恢复到疫情前2019年的水平。当前市场观察到的高增长速度，实际上主要是低基数的结果。

### 全面降准将有效降低市场利率

此次降准主要为管理流动性波动冲击，保持货币市场的平稳，并非政策转向宽松。2021年3Q，商业银行体系各月将依次有4000亿元、7000亿元、6000亿元MLF到期，除非央行到期续作，否则商业银行将面临较大的资金冲击。在当前经济形势没有根本性好转前，促进融资利率下降推动经济复苏，仍然是央行政策的日常关注点。

### 降准不改变流动性平稳格局

和疫情前的2019年相比，2021年的货币市场资金紧张程度略提高，但好于2018年；整体而言，市场存在着放松的需求。由于当前中国市场融资需求受楼市调控限制，难以继续提高，且金融机构在监管引导下风险防控意识提高，“降准”对融资利率降低的潜在影响，不会对市场融资需求产生波动影响，从而流动性平稳格局不变。

### 股债双升再添动力

降准不会对货币平稳局面产生影响，货币增速也不会持续提高；降准对市场的影响，主要在于通过降低商业银行资本成本，对市场融资体系水准产生潜在降低作用。市场融资利率水平的下降，对股市和债市都有利好影响。通胀交易消退仍然是主导当前市场格局演变的主线。融资利率降低利好市场整体估值水平，有利股债在现有水准上站稳，双双“上台阶”！

### 预见降准之后的降息

从基础货币投放角度，中国仍然需要进一步下调RRR。只有维持货币乘数高位，中国才能保持广义货币增速相对平稳，实现货币增长和经济增长的基本同步；为降低储备货币获得成本，保持货币市场的稳定，中国也需要进一步下调RRR。货币转向内生后，货币政策基本工具转向利率。通胀拐点确认后，年内出台仍是大概率事件。

## 事件：中国央行下调金融机构存款准备金率

为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，中国人民银行决定于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）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.9%。

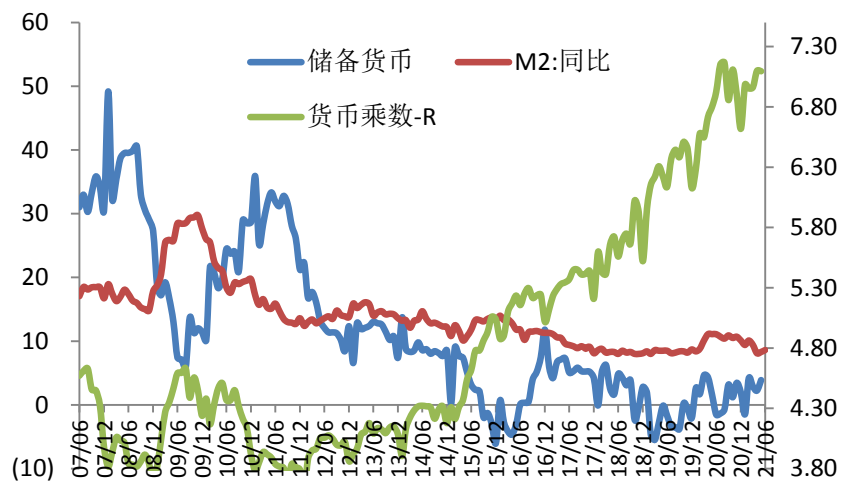
今年以来部分大宗商品价格持续上涨，一些小微企业面临成本上升等经营困难，中国坚持货币政策的稳定性、有效性，不搞大水漫灌，而是精准发力，加大对小微企业的支持力度。下一步，中国人民银行将继续实施稳健的货币政策，坚持稳字当头，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，搞好跨周期设计，支持中小企业、绿色发展、科技创新，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

## 事件解析：政策背景和特征意义

### 1. 对冲基础货币增长能力不足

中国当前货币体系的一个基础问题是基础货币增长能力不足。进入本世纪以来中国货币的持续快速扩张，主要是中国经济全球化进展带来外汇占款被动高速增长结果。2014年后，中国外汇占款推动货币增长的格局扭转，过去被“圈进”货币池子的货币开始陆续释放。中国货币增长中基础货币投放转向央行创设工具，公开市场的重要性上升。但是央行创设工具会带来货币市场利率抬升，加之抵押工具国债市场的深度和广度都不够，因而基础货币投放能力不足成了中国货币体系的基础性问题。

图1 海外疫情恶化仍味道拐点态势（日）



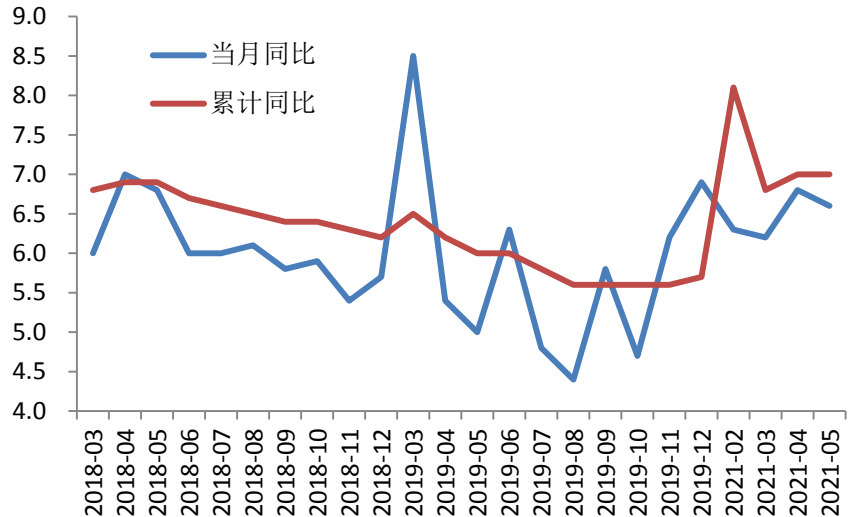
数据来源：Wind，上海证券研究所

2021年中国基础货币增长虽然没有再现前2年持续萎缩的状态，但增长也远远落后于广义货币增长。疫情后中国维持货币增长平稳，实际上主要靠货币乘数提高。2020年疫情初期各国金融高力度的扩张性政策，客观上也使得市场风险快速积聚。但随着国际金融市场形势变化，在金融体系强调风险防控的当下，货币乘数的持续提高进程受到影响；从进程上看，2020年下半年起中国货币乘数提高进程就已发生改变，进入平衡期。因此，2021年以来中国“降准”的必要性实际上一直处在积累当中。

## 2. 经济增长动能仍然不足

虽然中外疫情形势的差异，使得世界经济生产重心移向中国，中国外贸持续高位运行，外需持续高位运行，加之国内疫情受控后初期的制造性和投资性经济体特有的“赶工”，带动了工业经济的快速回升。以2021年中国工业活动的两年平均增速衡量(2021年5月累计增速为7.0)，当前中国工业经济情况，略好于2019年(2019年12月为5.7)，但幅度并不大，大约高20-30%。显然当前中国工业的恢复，主要受益于外需的高增长，但外需高位运行态势面临有衰落趋势。

图1 中国工业增长疫情前后对比(月，略过疫情期2020)

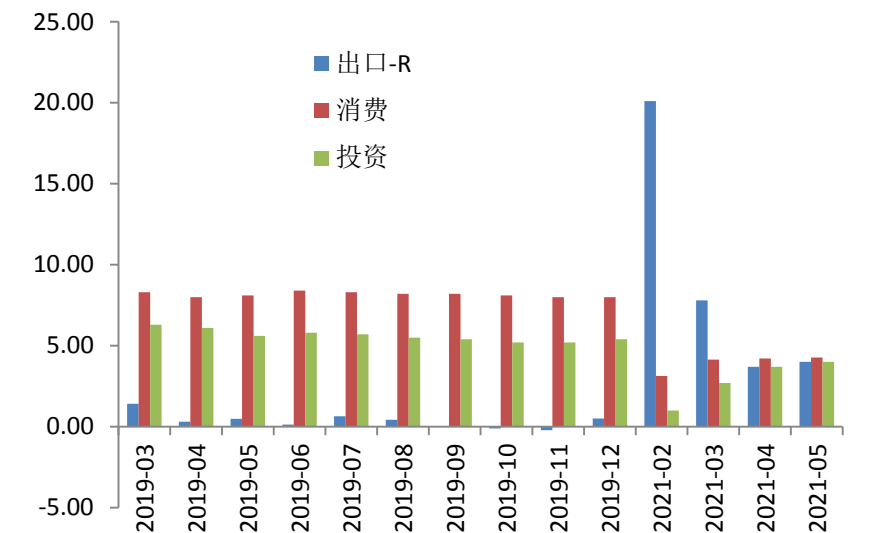


数据来源: Wind, 上海证券研究所

整体看,当前中国经济运行态势仍然偏弱。以2年增长平均数观察,中国2021年消费和投资的增速均没有恢复到疫情前2019年的水平。2021年1-5月份的消费和投资累计同比平均分别为4.3和4.0,而2019年末分别为8.0和5.4。当前市场观察到的高增长速度,实际上主要是低基数的结果。笔者一直认为,由于楼市泡沫持续,中国经济内生增长动力由于企业家精神受到影响,以及全社会实业氛围

受到影响，一直处于较低水平；中国经济要走出底部，不能靠周期性调控政策，要考楼市调控的结构性政策。而兼顾平稳和发展的楼市治理需要时间积淀，故而中国经济内在活力受楼市泡沫制约，复苏比较缓慢。

图2 中国经济增长动力疫情前后对比（月，略过疫情期2020）



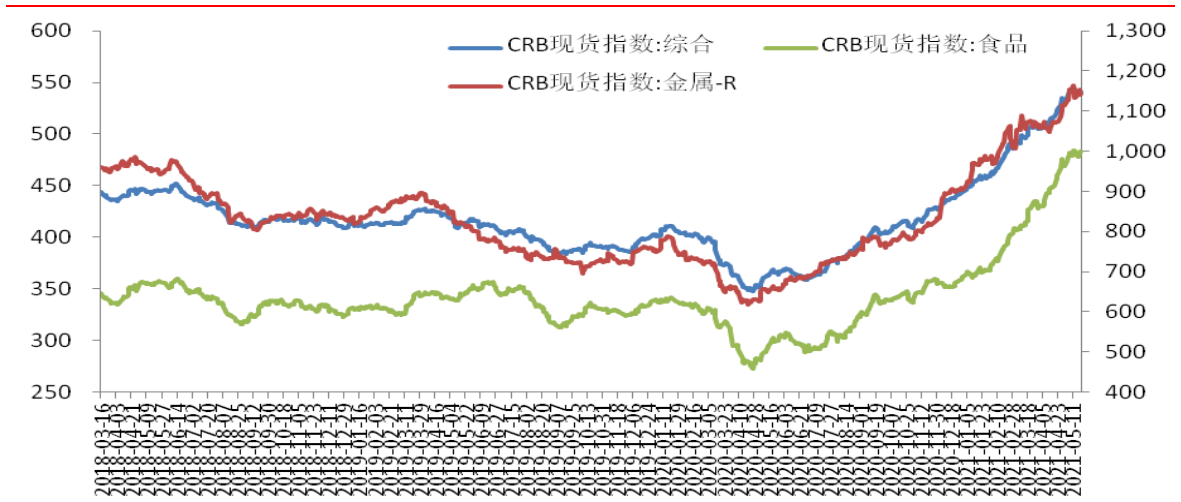
数据来源：Wind，上海证券研究所

但随着中国经济进入后疫情时代，“赶工”带来的经济快速回升现象消退，以及海外疫情反复持续下，海外需求也渐趋萎缩，中国外需增长也面临放缓趋势。持续至今的外需高增长来源，是海外政府的货币救助，时间延长后救助对需求下降的弥补作用渐下降；另一大来源，抗疫物质的需求，随着疫情控制转入常态化和预防重要性提升，海外对中国的相关出口需求也有下降倾向。

### 3. 通胀拐点即将来临

关于当前通胀形势，笔者很早之前就认为，主要体现为 PPI 上涨的通货膨胀形势，主要受大宗商品价格持续高位运行的影响，而大宗商品价格的高位运行，并非基于需求旺盛，而是货币旺盛，因此价格的持续性不会太长，通常只能持续 2-4Q。

图3 大宗商品价格的持续上涨态势

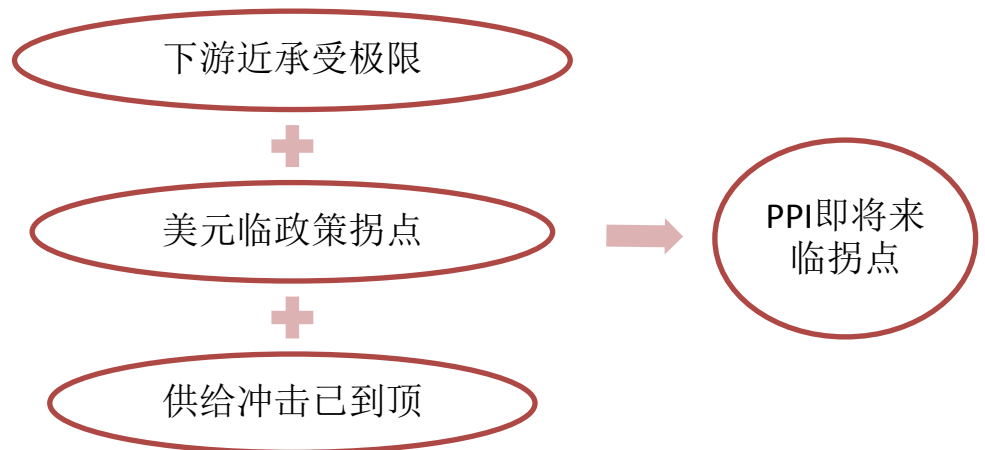


数据来源: Wind, 上海证券研究所

货币充裕而需求低迷情况下, 大宗商品价格波动幅度和频度都会加大, 当前持续高位运行的状态, 只是大宗商品价格高波动周期中的顶点阶段而已。简言之, 中国当前的高通胀预期因大宗商品和工业品价格而起, 而大宗商品价格的上涨, 并没有经济基础!

即使没有对期货过度炒作的监管, 国内大宗商品和工业品价格等重要工业制成品的价格, 也面临着明显的回落压力。首先, 由于经济仍然较为低迷, 下游需求不足, PPI 较难向 CPI 传导, 即制造商成本转嫁较为困难; 当前的上游涨价已使中下游厂商经营产生明显影响, 企业接单意愿下降。其次, 导致大宗商品涨价的国际金融形势已进入拐点转变区, 美元的收紧势在必行。第三, 对国内工业品有重要的影响的地缘政治因素和疫情影响, 已越过顶点, 形势不再恶化, 缓和之势正逐渐形成。因此, 中国通胀正面临着拐点。

图4 中国 PPI 拐点临近的逻辑

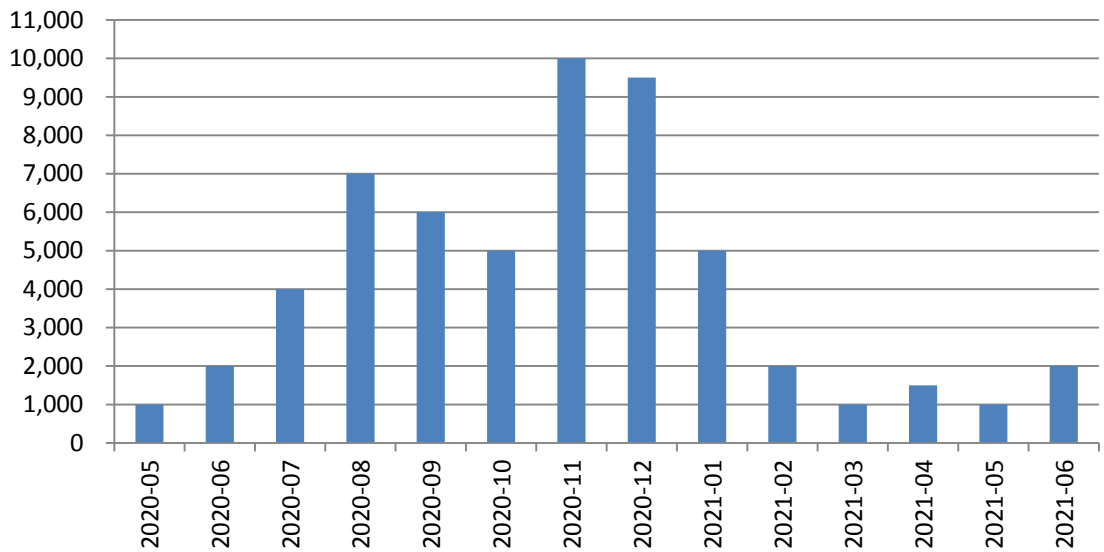


## 事件影响：对经济和市场

### 4.全面降准将有效降低市场利率

此次降准主要为管理流动性波动冲击，保持货币市场的平稳，并非政策转向宽松。央行在降准公告解释中明确，此次降准是货币政策回归常态后的常规操作，释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的中期借贷便利（MLF），还有一部分资金被金融机构用于弥补7月中下旬税期高峰带来的流动性缺口，增加金融机构的长期资金占比，银行体系流动性总量仍将保持基本稳定。2021年3Q，商业银行体系各月将依次有4000亿元、7000亿元、6000亿元MLF到期，除非央行到期续作，否则商业银行将面临较大的资金冲击。不过，笔者预期，即使当期不续作，中国央行后续也会补做MLF，因为当前中国基础货币增长主要依靠央行创设工具，而MLF是商业银行得到央行中长期基础货币的主要工具。

图4 中国现存MLF各月投放量（1年/当月值，亿元）



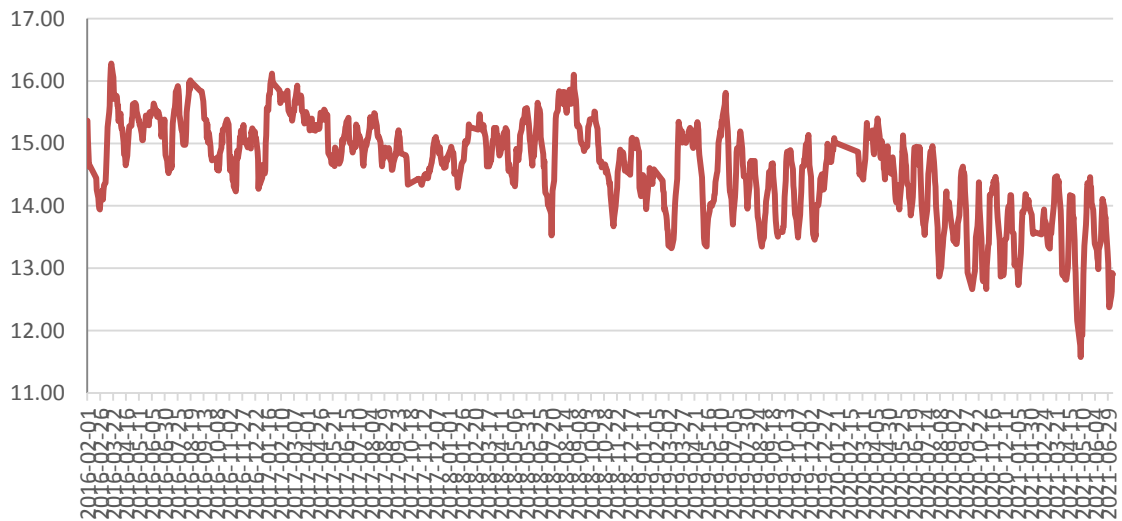
数据来源：Wind，上海证券研究所

央行表示，此次定向降准可释放长期资金约10000亿元，按现有替代MLF-1年期品种的利率测算，可降低银行资金成本每年约133亿元（ $1.33=2.95-1.62$ ）。

从货币当局关注的中小企业融资变化情况看，虽然市场融资利率水准波动中下降趋势不变，但下降进程较为缓和。在当前经济形势没有根本性好转前，促进融资利率下降推动经济复苏，仍然是央行政策的日常关注点。



图5 温州民间借贷利率趋向下行（月/民间融资综合利率，Average-10D）

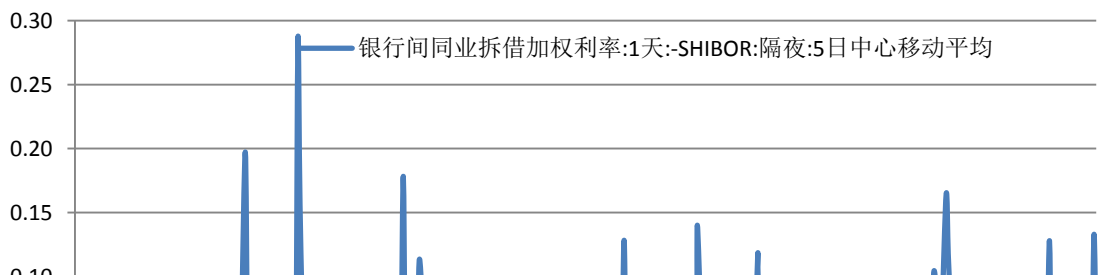


数据来源：Wind，上海证券研究所

### 5.降准不改变流动性平稳格局

2013年之后，中国货币市场运行一直较为稳定，即使2018年资管新规时期，货币市场流动性也保持了平稳。但是中国货币市场月末效应，一直明显，表明中国金融体系中投资杠杆一直偏高，金融市场的深度和广度仍需要进一步发展。和疫情前的2019年相比，2021年的货币市场资金紧张程度略提高，但好于2018年；整体而言，市场存在着放松的需求。

图5 中国货币市场流动性压力持续偏紧



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\\_20662](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20662)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>