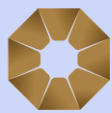


日期：2021 年 07 月 12 日


上海证券
SHANGHAI SECURITIES

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 证书编号：S0870517070002

报告编号：

相关报告：

未完，下一程继续

——2021 年 7 月降准点评

■ 主要观点：

降准如约而至，意在降成本——自国常会时隔一年重提降准之后，我们是市场中坚定认为降准一定会实现，且强调最快将于周五交易时间后见到正式降准的公告（详见我们 7 月 8 日的报告《国常会重提降准点评：东风已俱，只待向下》）。降准是为了应对是针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响。国常会仅简单提了一句，但这次降准公告中央行则明确了由于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，所以通过降准，加大对小微企业的支持力度，降低企业融资成本。实际上近期以来央行降低企业融资成本的动作不断，包括前期存款利率自律上限的改革，去年对于结构性存款的压降，都是为了打击银行高息揽储，降低银行负债成本，打破企业融资成本下降的硬约束。而此次降准将有效增加金融机构长期稳定资金来源，且无息（而 MLF 的成本在 2.95%），因此降低金融机构资金成本每年约 130 亿元，通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。

时点正好——此前市场对降准时点也分歧也较大，但我们认为也来的正好，符合我们的判断。首先，根据国常会的预告规律，降准已不远。2020 年降准的落空主要还是由于其正处理货币政策调整的窗口期，央行在此次的公告中确认了“5 月以后力度就逐渐转为常态”，也解释了为何 6 月提到的降准为何会落空。其次 7 月的也是适合降准的时间点。7 月到期的 MLF 高达 4000 亿元，另外 7 月也是传统的缴税大月，对资金面抽水效应显著。因此央行也强调释放的一部分资金将归还到期的 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。

下一程：2.8%——实际上国常会后债市表现，就说明即使只是一个降准的信号，也足以点燃做多的热情，10 年期国债也成功破 3。而全面降准的落地更是超预期，也意味着稳健货币政策的指针由中性转向偏宽，并且在美联储收紧预期正浓之时，宣告降准，再次彰显了我国货币政策的独立性。我们一直强调，下半年环境对债市更加友好。从基本面来看，经济虽然仍处在活跃运行阶段，但高点已过，后续衰减效应将出现。而通胀我们认为拐点将至，当经济运行中的真实需求因上游工业品价格上涨而缩减需求时，或者当供给冲击的临时性因素消除时，PPI 的价格又将很快转向下行，6 月 PPI 已见顶回落。而此前唯一相对不确定是货币政策，由于央行没有明显操作，日常投放也是 100 亿元模式，市场很自然的开始以流动性的松紧揣测央行的政策动向，开始交易流动性预期。而降准之后，偏松的基调也将确立，流动性预期将大为改善。虽然情绪短期快速释放，3.0 一线突破后或面临一定反弹压力，但我们认为行情未完，不要下车，未来可以期待冲击下一个 2.8 的低点。

事件：央行宣布将于 7 月 15 日降准

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：

1. 降准如约而至，意在降成本

自 7 月 7 日国常会时隔一年重提降准之后，瞬间引爆市场关注，一时间分歧也比较大，而我们是市场中坚定认为降准一定会实现，且强调最快将于周五交易时间后见到正式降准的公告（详见我们 7 月 8 日的报告《国常会重提降准点评：东风已俱，只待向下》）。

认为不会降准的理由有很多，包括当前经济景气度仍高，通胀高位，去年国常会提到降准也没有实现等等，实际上是没有把握央行此次降准的根本原因以及重要性。

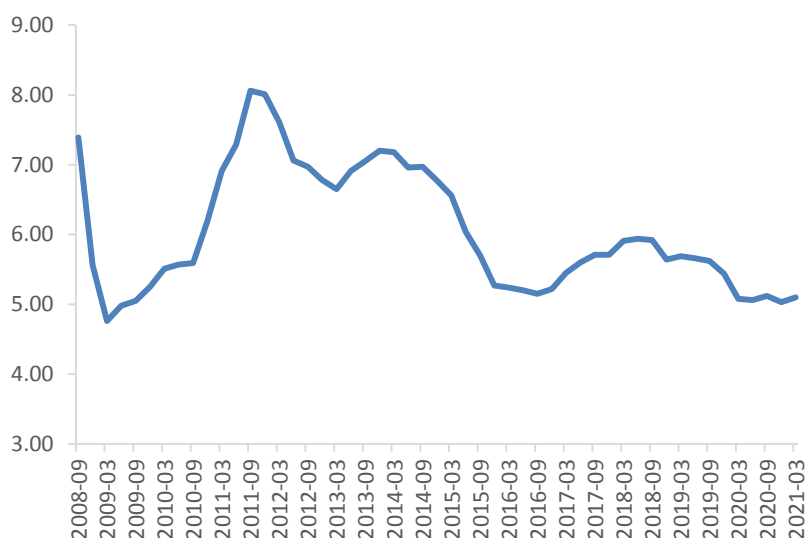
我们在之前的报告已经提到，降准是为了应对是针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响。国常会仅简单提了一句，但这次降准公告中央行则明确了由于部分大宗商品价格持续上涨，一些小微企业面临成本上升等经营困难，所以通过降准，加大对小微企业的支持力度，降低企业融资成本。

实际上近期以来央行降低企业融资成本的动作不断，包括前期存款利率自律上限的改革，去年对于结构性存款的压降，都是为了打击银行高息揽储，降低银行负债成本，打破企业融资成本下降的硬约束。而此次降准将有效增加金融机构长期稳定资金来源，且无息（而 MLF 的成本在 2.95%），因此降低金融机构资金成本每年约 130 亿元，通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。

从贷款加权平均利率的变动来看，自 19LPR 改革以来，随着 LPR 报价利率的下调，贷款利率出现了明显的下台阶，其中很大部分得益于央行下调了报价基准 MLF 利率，尤其是疫情期间加大了下调力度。但随着疫情得到有效控制，经济逐步恢复，货币政策回归正常化，

MLF 利率保持稳定后，LPR 报价也连续 14 个月持平，贷款利率下行放缓，甚至有反弹的迹象。3 月贷款平均利率为 5.10%，同比回升 0.2 个百分点。银行受制于负债成本的约束，在 LPR 报价加点部分没有压降的动力，降成本任务推进放缓，但与此同时却是企业成本受到原材料涨价的影响不断上升，中小企业经营倍感压力。这也是央行此次降准背后以及未来政策走向的根本核心——降低企业综合融资成本。

图 1：贷款加权平均利率(季，%)



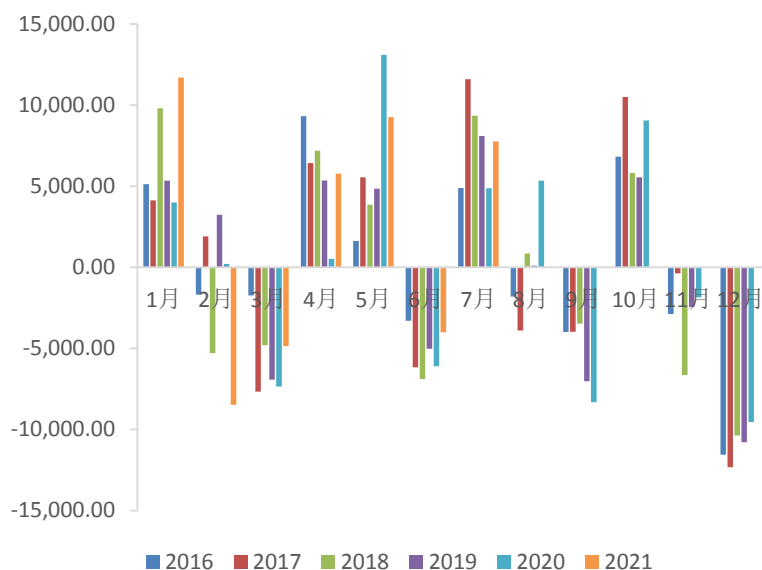
数据来源：wind, 上海证券研究所

2. 来的正好

此前市场对降准时点也分歧也较大，但我们认为也来的正好，符合我们的判断。首先，根据国常会的预告规律，降准已不远。2020 年降准的落空主要还是由于其正处理货币政策调整的窗口期。为对抗疫情实施大规模的宽松政策后，随着经济的恢复，过于宽松政策的负面效应开始显现，后续政策是要继续松还是要做调整，实际上政策层也处于相对纠结的局面，以至于去年下半年的政策主要重点在于“政策退出”和“政策不急转弯”之间的平衡。而关于政策的调整，央行在此次的公告中确认了“5 月以后力度就逐渐转为常态”，也解释了为何 6 月提到的降准为何会落空。

其次 7 月的也是适合降准的时间点。7 月到期的 MLF 高达 4000 亿元，另外 7 月也是传统的缴税大月，对资金面抽水效应显著。因此央行也强调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。

图 2：财政存款的月度变动（亿元）



数据来源：wind, 上海证券研究所

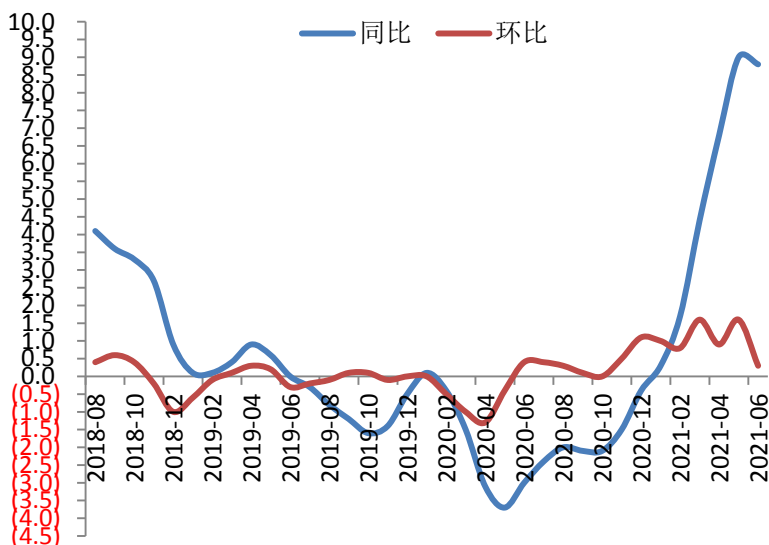
3. 全面降准是否意味着宽松周期的开启？

此次降准最惊喜的是采用的全面降准，自央行转向结构性政策后，总量政策的运用一直偏谨慎(除 2020 年疫情的特殊时期)。但细看起来，其实还是偏结构性的政策。首先释放的 1 万亿资金将对冲到期的 MLF，类似置换降准，并且剩余资金央行也会引导金融机构积极运用降准资金加大对小微企业的支持力度，降低其融资成本。

另外央行强调降准不代表稳健货币政策取向发生改变。2020 年应对疫情时人民银行坚持实施正常货币政策，5 月以后力度就逐渐转为常态，今年上半年已经基本回到疫情前的常态。此次降准是货币政策回归常态后的常规操作。对于此，我们的理解是央行希望淡化降准的信号意义，但既然是常规操作，我们认为后续仍可期待。

我们一直强调降准的必要性。中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，因此，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳，而必不可少的选择，每年必选！由于基础货币投放机制由外汇占款转向央行自创工具，因此要保持政策利率和货币增长的平稳，“降准”仍是未来不可更缺的选项！而宏观经济形势的变化，只是影响了降准时机的选择。而伴随 PPI 拐点的到来，通胀对于政策的制约正在消退。

图 3: PPI 见顶回落 (%)



数据来源: wind, 上海证券研究所

4. 下一程: 2.8%

实际上国常会后债市表现,就说明即使只是一个降准的信号,也足以点燃做多的热情,10年期国债也成功破3。而全面降准的落地更是超预期,也意味着稳健货币政策的指针由中性转向偏宽,并且在美联储收紧预期正浓之时,宣告降准,再次彰显了我国货币政策的独立性。我们一直强调,下半年环境对债市更加友好。从基本面来看,经济虽然仍处在活跃运行阶段,但高点已过,后续衰减效应将出现。而通胀我们认为拐点将至,当经济运行中的真实需求因上游工业品价格上涨而缩减需求时,或者当供给冲击的临时性因素消除时,PPI的价格又将很快转向下行,6月PPI已见顶回落。而此前唯一相对不确定是货币政策,由于央行没有明显操作,日常投放也是100亿元模式,市场很自然的开始以流动性的松紧揣测央行的政策动向,开始交易流动性预期。而降准之后,偏松的基调也将确立,流动性预期将大为改善。虽然情绪短期快速释放,3.0一线突破后

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_20670

