

宏观研究报告

证券分析师

钟正生

投资咨询资格编号:S1060520090001
邮箱
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号:S1060120100009
邮箱 zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



首席宏评报告

降准之真意

平安观点:

7月9日，央行即宣布“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）”。本次降准对市场而言可谓突如其来，我们在《2021年下半年货币政策展望中》详细阐释了货币政策“以我为主”的逻辑，针对本次超预期降准，我们认为主要应从以下角度正确理解本次降准的含义。

- 一是，降准首先释放了鲜明的政策信号：支持实体经济“行稳致远”是当前货币政策的主要目标，货币政策不急于收紧。
- 二是，聚焦于补长实体经济的短板，促进消费、制造业投资等增长内生动能的提升。当前中国经济从整体而言并未面临明显下行的压力，但恰如木桶理论所揭示的，短板的长度决定了中国经济行稳致远的能力。今年上半年，产业链下游多数行业的盈利增速仍然处于历史低位，大宗商品价格暴涨后，更是对下游行业“雪上加霜”。如果不能缓解下游的困境，那么其对应的更广泛就业就不能充分恢复，居民消费信心就不能得到有效提振，下游行业对制造业投资的拖累也将持续存在，中国经济也就较难较快走出疫情冲击。
- 三是，对银行持续让利实体的奖励，而对货币市场流动性的影响是中性的，不是“大水漫灌”。2020年银行业减费让利3568亿元，较2019年增加40%；近期推出的支付手续费、跨行ATM取现手续费降费措施，预计每年会减少手续费支出240亿元。可见银行向实体让利的力度不可谓不大。由于对房地产、对地方政府隐性债务的全方位严监管，全面降准亦可达到“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”之效。就货币市场流动性而言，则应强调降准的中性意义。今年下半年是MLF的到期高峰，月均到期量接近7000亿，央行有足够的腾挪空间来保持银行体系流动性总量的基本稳定。
- 四是，利用美联储货币政策正常化前夕的窗口期，彰显中国货币政策“以我为主”的定力和空间。当前人民币汇率保持强势，释放货币政策宽松信号，并不会触发人民币汇率大幅贬值，而若能给人民币汇率“降降温”，则有利于缓解出口企业的压力。
- 最后，降准可能不是一次性的，但需根据后续经济增长动能和资本流动形势相机抉择。考虑到下半年MLF大量到期、考虑到银行向实体让利的力度、以及考虑到降准后加权平均法定存款准备金率8.9%，这个水平在全球而言仍然高于大部分国家，通过降准“奖励”银行向实体让利仍有空间。不过，当美联储开始缩减QE后，中国央行释放宽松信号就需要更加谨慎一些，“不跟随”已经是一种态度，做“逆行者”还需根据国内经济增长动能和跨境资本流动形势相机抉择。

7月8日国常会提出“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”。7月9日，央行即宣布“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%”。

本次降准对市场而言可谓突如其来。在此之前，市场讨论的一个焦点还在于，高通胀情况下，货币政策是否会跟随美联储而收紧、甚至是抢跑。我们在《2021年下半年货币政策展望中》详细阐释了中国货币政策可以“以我为主”的逻辑。针对本次超预期降准，我们认为主要应从以下角度正确理解本次降准的含义。

一、 补长中国经济复苏的“短板”

当前，中国经济从整体而言并未面临明显下行的压力，但恰如“木桶理论”所揭示的，“短板”的长度决定了中国经济行稳致远的能力。如我们此前重点分析过的（参见《中国经济仍需“固本培元”》），尽管工业生产和利润的整体表现显著超出疫情之前的水平，但产业链下游多数行业的盈利增速仍然处于历史低位，并未像中游行业那样受益于出口拉动。前期大宗商品价格暴涨，对下游行业来说更是“雪上加霜”。如果不能缓解产业链下游的困境，那么其对应的更广泛就业就不能充分恢复，居民的消费信心就不能有效提振，下游行业对制造业投资的拖累也将持续存在，中国经济也就较难较快地走出疫情冲击。

下半年中国经济向下的确定性比向上的确定性可能更强，需要在补齐短板上主动作为。我们在《固本培元——2021年下半年中国经济展望》中指出，下半年中国经济将是“见顶巩固”：消费、制造业投资向上的力量，与出口和房地产投资向下的力量相抗衡。但是，在当前产业链下游疲软的情况下，向上的力量并非水到渠成，需要政策主动发力进行支持；而消费增速在年底之前是否能够回到疫情冲击之前的水平仍需画一个问号，这从居民预防性储蓄的居高不下中可见一斑。我们预测，下半年中国GDP当季同比将逐级下降至6.8%和5%，两年平均增速为5.8%，这个速度仅仅是持平于疫情之前2019年四季度的水平。应该说，中央有关“稳增长压力较小的窗口期”的提法，并未将适时适度地“稳增长”排除在外。

因此，全面降准首先释放了鲜明的政策信号：支持实体经济“行稳致远”，是当前货币政策的主要目标，货币政策并不急于收紧。

二、 提高银行支持实体的能力

之所以在当前时点采取全面降准措施，可能主要是对银行向实体让利的“奖励”。根据7月8日央行在国务院例行吹风会上的介绍，2020年，银行业减费让利3568亿元，较2019年增加40%，与降低利率、贷款延期还本付息等政策相配合，完成金融系统向实体经济合理让利1.5万亿元的目标。近期人民银行会同银保监会推出的支付手续费、跨行ATM取现手续费降费措施，预计每年会为主体和社会公众减少手续费支出240亿元。可见，银行向实体让利的力度不可谓不大，而“此次降准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”，尚明显小于手续费降费措施的力度。

就此而言，本次降准未必是一次性的，尤其是考虑到降准后加权平均法定存款准备金率 8.9%、中小银行法定存款准备金率 9.5%，这个水平在全球而言仍然高于大部分国家，通过降准“奖励”银行向实体让利仍有空间。

由于当前政策对于房地产、对于地方政府隐性债务的全方位严监管，对贷款资金流向的引导能力已经切实加强，全面降准亦可达到“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”之效。换言之，在央行双支柱调控框架下，宏观审慎政策的不断推进，也提高了传统货币政策（降准当然位列其中）的效力。今年一季度，房地产贷款余额增速进一步走低至 10.9%，较 2016 年四季度 27% 的高点已下降近三成；普惠小微企业贷款余额增速进一步提升至 34.3%，大大超出整体贷款 12.6% 的增速。根据央行最新披露的数据，5 月末，中小微企业和个体工商户贷款余额达到 81.8 万亿元，占各项贷款比重达到 44.6%；前 5 个月，企业贷款加权平均利率 4.64%，同比下降 0.18 个百分点，实现了“量增、面扩、价降”的目标。

但就货币市场流动性而言，则应强调降准的中性意义。央行已经明确指出，此次降准释放长期资金约 1 万亿远，其中一部分将被金融机构用于归还到期的 MLF，还有一部分资金用于弥补 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。今年下半年是 MLF 的到期高峰，累计到期量 4.15 万亿，月均到期量接近 7000 亿，央行有足够的腾挪空间来保持银行体系流动性总量的基本稳定。

三、 用好人民币汇率无贬值基础的窗口期

降准的另一重考量可能在于二季度货币政策例会所提的“促进内外平衡”。降准（尤其全面降准）具有很强的信号意义。当前处于美联储货币政策正常化前夕，此时先行降准，彰显了中国货币政策的独立性。同时，当前人民币汇率保持强势，释放货币政策自主信号并不会触发汇率大幅贬值；而且，若能给人民币汇率“降降温”，则有利于缓解出口企业的压力。而当美联储开始缩减 QE 之后，中国央行释放宽松信号就需更加谨慎一些，“不跟随”已是一种态度，做“逆行者”还需根据国内经济增长动能和跨境资本流动形势相机抉择。

总之，理解本次央行“超预期”全面降准，需要把握以下几点含义：一是，释放了中国货币政策不急于收紧的政策信号。二是，聚焦于补长中国经济的“短板”，促进消费、制造业投资等内生增长动能的提升。三是，是对银行持续让利实体的“奖励”，但对货币市场流动性的影响则是中性的，显然不能冠以“大水漫灌”。四是，利用美联储货币政策正常化前夕的窗口期，彰显中国货币政策“以我为主”的定力和空间。最后，降准可能不是一次性的，但需根据国内经济增长动能和跨境资本流动形势相机抉择。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

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_20683

