

看不懂的降准，怎么应对

证券研究报告

2021 年 07 月 11 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-近期情绪和流动性如何变化-7 月第 2 周资产配置报告》 2021-07-05
- 2 《宏观报告：当下需要杠铃策略》 2021-07-05
- 3 《宏观报告：历史最快的复苏，可能也是最快结束的复苏-历史最快的复苏，可能也是最快结束的复苏》 2021-07-03

即使最乐观的预测者也不会想到七一之后立刻全面降准。特别是在我们也不确定认知框架是否错了的情况下，当政策黑盒子输出了和认知框架不一样的信号时，该怎么办？答案是适应。

风险提示：疫情再爆发；通胀持续时间与幅度超预期；货币政策超预期收紧

首先我们要承认本次降准的政策意图确实不太容易揣测，到现在依旧没有一个很清晰的结论。即使最乐观的预测者应该也不会想到七一刚过，国常会提到降准工具之后的两天，央行就宣布 7 月 15 日全面降准。因为央行从去年以来货币政策一直在回归正常化，5 月 11 号公布的《2021 年第一季度中国货币政策执行报告》中也提到珍惜货币政策空间，刚刚结束的央行二季度例会的表述也较为中性。经济数据开始回落是个事实，但回落幅度不足以触发立刻全面降准也是个事实，何况六月社融信贷还超预期。

综合来看，央行降低存款准备金有主要三个原因。第一、经济增速开始温和走缓。PMI 连续三个月回落，央行二季度例会也强调了“经济恢复进程仍不平衡”、“国内外环境依然复杂严峻”。小微企业在大宗商品大幅上涨的环境下面临较大的成本压力，本次降准也是为了“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”。第二、今年政府工作报告中定下了 GDP 增速在 6% 以上的目标，上半年国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多。对经济增长的目标可能也趋向乐观，具备乘胜追击的条件。第三、中国人民银行有关负责人在降准答记者问中也提到了本次降准“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”。

这些显性的原因都是降准的充分条件，我们需要承认政策的决策机制是复杂的动态的，里面的决策架构不是机械运动，而是复杂系统。我们不知道输入信号和里面的决策架构，只看的到输出。当输出信号和认知框架推断的结果不同，肯定首先会想为什么，然后找各种理由。但还有种可能，就是框架错了，黑盒子里的架构出现了变化。如果框架错了，绞尽脑汁地理解为什么都是在错误的方向上努力。即使理解对了，理由也已经是过去时。

这时候最重要的已经不是为什么，而是怎么办。特别是在我们也不确定认知框架是否错了的情况下，当黑盒子输出了和认知框架不一样的信号时，该怎么办？答案是适应。经验告诉我们，如果认知错了一次，那么错第二次和第三次的概率会越来越大，因为框架可能不再适应环境的变化。这时候应该跳出认知框架去适应不确定的环境。

比如立刻全面降准，看不懂，怎么应对？第一，承认货币出现了转向。不再纠结于有没有转、为什么转（避免一错再错），任何时候出现全面降准都是强烈的政策信号。第二，适应货币的转向。只要转向，就有连续转向的可能，可能继续出于我们无法充分认知的环境变化或决策流程变化，流动性更加宽松。要为适应货币的连续转向做好准备，这是奈特不确定性，而投资本质是做不确定性的策略应对。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下

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_20703

