

下半年是否会有降息？

——货币政策宽松系列研究（一）

核心观点

预期差：市场当前对 7 月降准后的货币政策走向存在较大分歧，担忧后续宽松力度不可持续。我们认为 7 月降准意味着货币政策转向宽松，而这并非短期行为，具有一定的持续性，因此后续大概率仍有降准及定向降息。我们提示 7 月初国常会提出“碳减排货币政策工具”值得重点关注，预计碳减排货币政策工具可能以定向再贷款的形式推出，并发挥“定向降息”的作用，结构上类似于 TMLF 工具，预计我国最快三季度推出碳减排货币政策工具。

继续强调下半年股债双牛观点，2021 年下半年信用收缩后经济下行压力增大，货币政策逐渐走向放松，无风险收益率继续下行并带动科技成长股发力，形成股债双牛。

□ 预计今年内仍有降准及定向降息可能

我们认为 7 月降准意味着货币政策转向宽松，后续大概率仍有降准及定向降息。主因在于：1、通过降低融资成本的方式对冲企业原材料价格成本上行是政策困境中的无奈选择，是触发本次货币政策放松提前的核心原因，碳中和背景下大宗商品价格可能持续处于高位。2、降低实际融资成本较容易，但是更重要是降低综合融资成本，仍需依赖降准和定向降息。3、下半年信用收缩之后经济下行压力将逐渐增大。

□ 我国货币政策仍有宽松空间

疫情后我国央行货币政策收紧时间较早，2020 年年中即收紧了货币，2021 年初收紧了信用，货币政策回归正常化使得再次宽松空间较大。同时，我们认为美联储收紧不影响我国政策宽松，即便美联储启动 Taper，但仅代表其宽松力度的下降。虽然中美利差有所回落，但仍位于 150BP 左右高位；受益于去年至今贸易顺差加大，我国银行间体系积累大规模外汇存款，即便后续我国呈现一定资本流出，也主要消耗银行间外汇池子而非外汇储备，国际收支平衡压力不大，不会制约货币政策宽松空间。

□ 近年来我国结构性货币政策发挥了重要作用

近年来，人民银行不断完善结构性货币政策工具体系，创新运用结构性货币政策工具实现精准滴灌。我国结构性货币政策主要包括定向降准、定向降息、专项再贷款、再贴现、PSL、TMLF、创新性直达实体的货币政策工具等，央行还通过信贷政策、在 MPA 体系中纳入定向考核或专项指标等方式进行结构性调控，主要目的在于优化流动性投向与结构，鼓励和引导金融机构更多地将信贷资源配置到国民经济重点领域和薄弱环节。

□ 何时定向降息？

对于何时定向降息，提示 7 月初国常会提出“碳减排货币政策工具”需重点关注，预计此工具最大可能是以再贷款的形式发放，结构上可能更像 TMLF，通过设定更低的再贷款利率起到定向降息作用，操作频率上也可能以季度为频率常态化投放，规模依据上个季度的绿色信贷投放状况及本季度的投放需求而定。参考国际案例，日本央行于今年 7 月议息会议中发布“气候变化支持工具”，我们认为其本质是日本央行向符合条件并提供抵押品的机构发放再贷款（零利率），这是全球首例绿色低息再贷款。我们预计国常会定调后，央行可能加速推进碳减排货币政策工具落地，预计最快三季度推出，我国可能成为全球范围内第二家官宣“绿色再贷款”的大国央行，甚至是全球范围内首个落地该项工具的大国央行（日本央行尚未正式落地）。

□ 货币宽松如何影响资本市场？

继续强调本轮货币政策转向宽松带来下半年资本市场股债双牛。一方面，降准释放的宽松信号将极大改善风险偏好，权益市场下半年牛市可期，科技成长股将明显受益。另一方面，碳减排货币政策工具可能以低息再贷款形式落地，从而发挥类似定向降息的作用继而利好利率债市场，下半年 10 年期国债收益率有望触及 2.8% 以下。

风险提示：海外疫情超预期恶化；全球经济及金融危机爆发冲击我国经济基本面。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《降准再议股债双牛》2021.07.09
- 2 《国常会传达了哪些信息？》2021.07.07
- 3 《信用收缩之后股债双牛》2021.05.09

正文目录

1. 预计今年内仍有降准及定向降息可能.....	4
2. 为什么我们判断货币政策宽松仍可持续?	4
2.1. 对冲商品价格上涨给企业带来的成本压力是本次降准的核心目的	4
2.2. 降低实际融资成本较容易, 但是更重要是降低综合融资成本	5
2.3. 下半年信用收缩之后经济下行压力将逐渐增大	5
3. 我国货币政策仍有宽松空间	6
4. 何时定向降息?	9
4.1. 近年来我国结构性货币政策发挥了重要作用	9
4.1.1. 定向降准	10
4.1.2. 专项再贷款、再贴现	12
4.1.3. PSL	14
4.1.4. TMLF	14
4.1.5. 发挥 MPA 考核的结构性引导作用	15
4.1.6. 其他结构性货币政策工具	16
4.2. 日本央行 7 月议息会议中推出绿色再贷款工具的初步框架	17
4.3. 预计我国最快三季度推出碳减排货币政策工具	18
4.3.1. 碳减排货币政策工具可能以低息再贷款的形式落地, 操作属于定向降息	18
4.3.2. “绿色再贷款”是人民银行为提供绿色信贷的金融机构提供的流动性支持	18
5. 货币宽松如何影响资本市场?	19

图表目录

图 1: PPI-CPI 剪刀差攀升新高	4
图 2: 2021 年下半年 GDP 增速将延续下行	6
图 3: 2020 年 5 月央行从防止资金空转套利的角度出发, 边际收紧短端流动性	6
图 4: M2、信贷、社融增速	7
图 5: 今年中美利差有所回落但仍处高位	8
图 6: 去年疫情后银行代客结售汇顺差大规模累积	9
图 7: 金融危机后, 我国小型企业贷款需求持续高于大型企业, 经济结构性问题突出	10
图 8: 我国央行近年定向降准领域及力度梳理	10
图 9: 2014 年以来我国降准梳理	11
图 10: 2020 年央行两次调降再贷款利率, 一次调降再贴现利率, 采取定向降息	13
图 11: 近年我国专项及信用再贷款、再贴现政策梳理	13
图 12: 2019 年央行创设 TMLF 工具, 但规模已有回落	15

图 13: 宏观审慎评估体系 (MPA) 考核的七方面 16 个指标.....	16
图 14: MPA 考核历次口径调整.....	16
图 15: 2020 年两项直达实体货币政策工具更为显著的市场化、普惠性和直达性等特点.....	17
图 16: 2018-2020 年境内绿色贷款余额不断攀升.....	19
图 17: 绿色贷款结构.....	19
表 1: 2013-2014 年美联储的 Taper 节奏.....	8
表 2: 2019 年以来历次降准公告对权益资产影响 (备注: 季末降息参照下一季度股指走势)	19
表 3: 2018 年 TMLF 对当月利率债的影响.....	20

1. 预计今年内仍有降准及定向降息可能

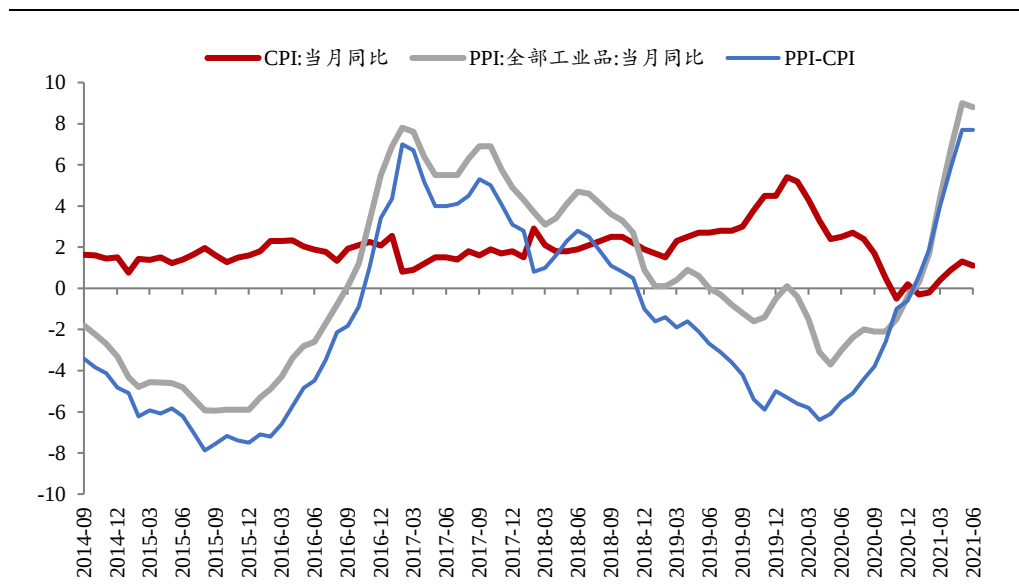
我们认为 7 月降准意味着货币政策转向宽松，而这并非短期行为，具有一定的持续性，因此后续大概率仍有降准及定向降息。我们提示 7 月初国常会提出“碳减排货币政策工具”值得重点关注，预计碳减排货币政策工具可能以定向再贷款的形式推出，并发挥“定向降息”的作用，结构上类似于 TMLF 工具，预计我国最快三季度推出碳减排货币政策工具。本篇报告着重分析定向降息的形式及时点问题。

2. 为什么我们判断货币政策宽松仍可持续？

2.1. 对冲商品价格上涨给企业带来的成本压力是本次降准的核心目的

通过降低融资成本的方式对冲企业原材料价格成本上行是政策困境中的无奈选择，这是触发本次货币政策放松提前的核心原因。我们认为，碳中和背景下大宗商品价格可能持续处于高位。为达碳达峰、碳中和目标，高排放、高耗能制造业面临行政减产压力，企业自身对于传统能源的投资意愿也会下降，因此碳中和背景下大宗商品价格可能持续处于高位。虽然在“保供稳价”一系列政策组合之下，6 月 PPI 同比有望回落，但工信部、发改委等部门有关去产能和去产量的“双去”要求并未放松，后续不排除环保限产政策再次强化的可能性，我们预计下半年 PPI 中枢都将处于较高位置，对于中下游企业而言，上游原材料价格也将持续处于高位。由于近期上游原材料价格的上涨难以顺利向消费端传导，会使得中下游企业成本上升挤压中下游企业盈利，尤其是对中小微企业的冲击更大，进而会加大就业压力及冲击实体企业投资意愿。中下游企业成本上升需要对冲，本次降准本质是为企业降低融资成本以对冲大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响。

图 1：PPI-CPI 剪刀差攀升新高



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

2.2. 降低实际融资成本较容易，但是更重要是降低综合融资成本

今年以来，信用收缩的大基调促使企业名义融资成本适当上行，考虑大宗商品价格处于高位和 PPI 快速走高的影响，企业实际融资成本是下降的，符合 3 月两会给予的政策指引。但 7 月初国常会“降低综合融资成本”的措辞意味着降低综合融资成本比降低实际融资成本更为迫切，**通过适时降准和碳减排货币政策工具**，在降低实际贷款利率外，还有助于降低企业在资金担保、融资费用、隐性成本等各个方面的综合融资成本，更好的促进金融服务实体经济，特别是薄弱领域，**因此在未来大宗商品价格可能持续处于高位**的判断下，预计未来仍有持续宽松的政策必要性。

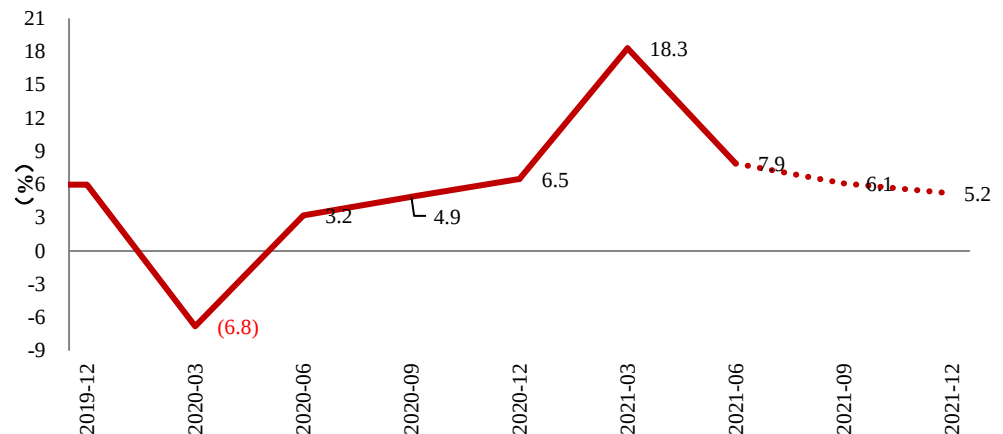
2.3. 下半年信用收缩之后经济下行压力将逐渐增大

我们认为，2021 年下半年出口存在下行压力，主要源自海外供给循序渐进的修复。从数据来看，2021 年 2 月以来 PMI 新出口订单持续回落，截至 6 月已经下行到 48.1% 的低位水平，预示了未来出口下行压力逐步增大。此外，今年以来我们一直提示进口数据的主导逻辑逐步从“外供不畅”切换至“内需拉动”，以克强指数为典型的内需指标对进口数据的解释力度在 2 月起不断增强，也侧面验证了海外供给已经出现了显著修复，不再成为“我国内需与进口之间稳定联动关系”的扰动变量。

而在出口的下行过程中，消费、投资较难形成有效对冲，遏制经济下行趋势。消费方面，疫后消费修复有掣肘，复苏进程较缓。首先，经济的 K 型复苏导致收入分配结构有所恶化，收入的修复不能完全体现到消费中去。其次，局部疫情反复扰动，线下消费修复多次受阻，导致消费增速中枢抬升空间有限。投资也较难对冲出口的下行，**预计是渐进回落的走势**。其中，对于基建投资，自 2020 年下半年以来，财政支持基建的资金相对充裕，但并未带来基建投资的大幅增长，核心原因在于对项目高质量的要求，预计下半年财政政策会继续兼顾稳增长与防风险的目标，对基建投资的支持力度相对有限。对于地产投资，在坚持房住不炒、落实长效机制的政策基调下，下半年，房地产市场在疫情后的价量景气（房价上升、销售高增）将逐步降温，对地产投资的滞后作用将逐步显现。对于制造业投资，其可能受益于高技术制造业的支撑、信贷政策定向支持及行业出清对数据的拉动，但制造业数据总体具有顺周期性，下游需求并不持续的情况下，利润回升带动的新一轮库存周期可能在下半年有所趋弱，这也是我们此前就认为制造业投资不会有过大上行空间的原因，下半年制造业投资增速将是趋势下行的。

总体看，我们预计今年三、四季度 GDP 实际同比增速分别回落至 6.1%、5.2%，延续下行走势，随着经济下行并大概率于四季度突破年度目标值 6%，从稳增长的角度看，我们认为货币政策也大概率延续宽松基调。

图 2：2021 年下半年 GDP 增速将延续下行

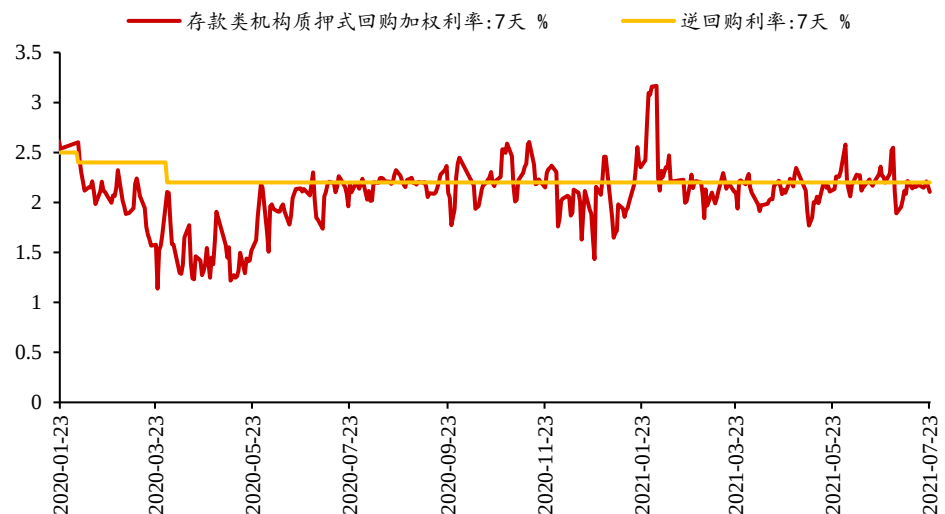


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

3. 我国货币政策仍有宽松空间

疫情后，我国央行货币政策收紧时间较早，2020 年年中即收紧了货币，2021 年初收紧了信用，总量性宽松政策实现了逐渐退出，货币政策回归正常化使得再次宽松的空间较大。货币端，2020 年 5 月，央行从防止资金空转套利的角度出发，边际收紧短端流动性，DR007 回到 7 天逆回购利率附近，此后围绕 7 天逆回购利率上下波动。9 月后波动幅度加大，且位于 7 天逆回购利率上方的天数也明显增多，10 月末央行开展“压力测试”，维持流动性处于中性紧平衡状态的意图清晰。11、12 月受永煤等国企信用违约事件冲击，央行维稳短端流动性以缓解信用债一级市场发行压力，但随着今年 1 月第一周信用债净发行大幅转正，央行于 1 月中再次边际收紧流动性，总体保持资金面平稳运行。

图 3：2020 年 5 月央行从防止资金空转套利的角度出发，边际收紧短端流动性

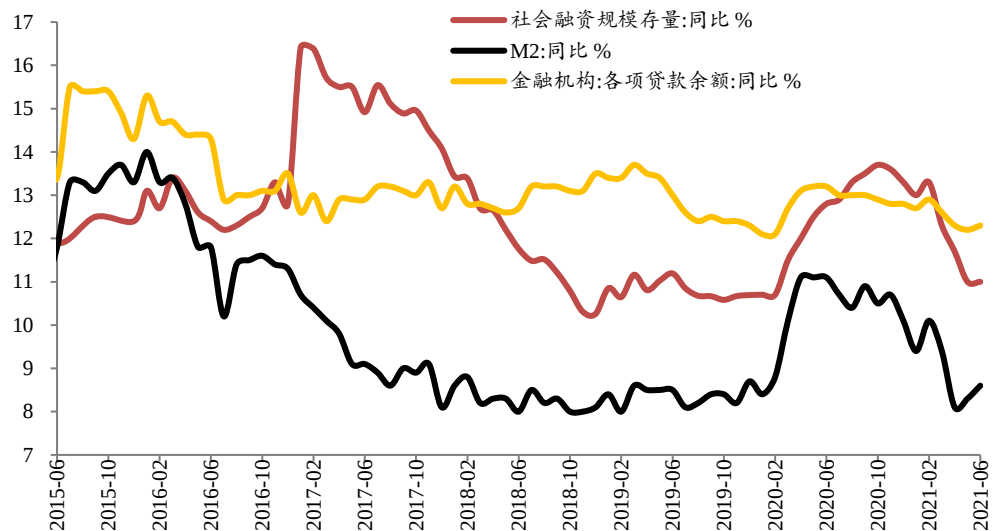


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

信用端，从稳定宏观杠杆率出发，今年3月开启了全面信用收缩，主要体现为信贷同比少增、增速回落，结构上向中长期贷款集中，社融数据大幅下行，3月增速自13.3%降1个百分点至12.3%，尤其是表外票据大幅回落。从人民币贷款来看，年初以来，企业信贷持续表现出中长期贷款同比多增、短期贷款和票据融资同比少增的鲜明特征，体现出银行在信贷额度受限、年初优质信贷项目集中及MPA考核制造业中长期信贷占比等几项因素叠加的情况下，更倾向于增加中长期贷款投放，对短期贷款构成挤压。从社融结构看，除信贷回落外，最有代表性的项目为未贴现银行承兑汇票，该项目2021年1月新增4902亿元，达到近四年新高，我们认为主要原因在于表内信贷额度总体受限、信贷需求旺盛的情况下出现的表外“数量性套利”。但3月，该项目大幅减少2297亿元，同比少增5115亿元，与经济形势并不相符，预计大概率率为央行主动压降，此后几个月持续负增长，体现信用收缩开启。

截至2021年6月，信贷增速由去年末的12.8%降至12.3%，社融增速由去年末的13.3%降至11%，M2增速由去年末的10.1%降至8.6%，几项金融数据增速均基本恢复至疫情前水平，信用收缩效果显著，我们认为体现“跨周期调节”政策思路，意味着当前我国货币政策再次宽松空间较大。

图4：M2、信贷、社融增速



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

美联储收紧不影响我国政策宽松。我们认为，即便美联储启动Taper，但实质仍处于宽松周期，仅代表其宽松力度的下降。我国央行在疫情后的转向明显领先，整体节奏领先于美联储，且虽然今年中美利差有所回落，但仍位于150BP左右高位，远高于历史均值。从对外平衡的角度看，市场担忧中美货币政策走向背离、利差收窄可能带来的资本流出压力，我们认为此方面压力并不大，核心在于去年疫情后，我国此轮出口持续超预期带来国际收支的大幅改善。去年以来，企业结汇率基本稳定在66%左右水平，大规模贸易顺差的情况下，意味着企业结汇规模较大，而在这个过程中，外汇占款并未增加，即央行减少对银行间外汇市场的直接干预，也是从流动性调控的视角并未主动参与回笼外币、投放人民币，这使得银行间形成较大规模的外汇池子，去年4月至今年6月，银行结售汇顺差已累计达2552亿美元，我们认为即便后续我国呈现一定的资本流出，也主要消耗的是银行间外汇池子而非消耗外汇储备，国际收支平衡压力并不大，不会制约货币

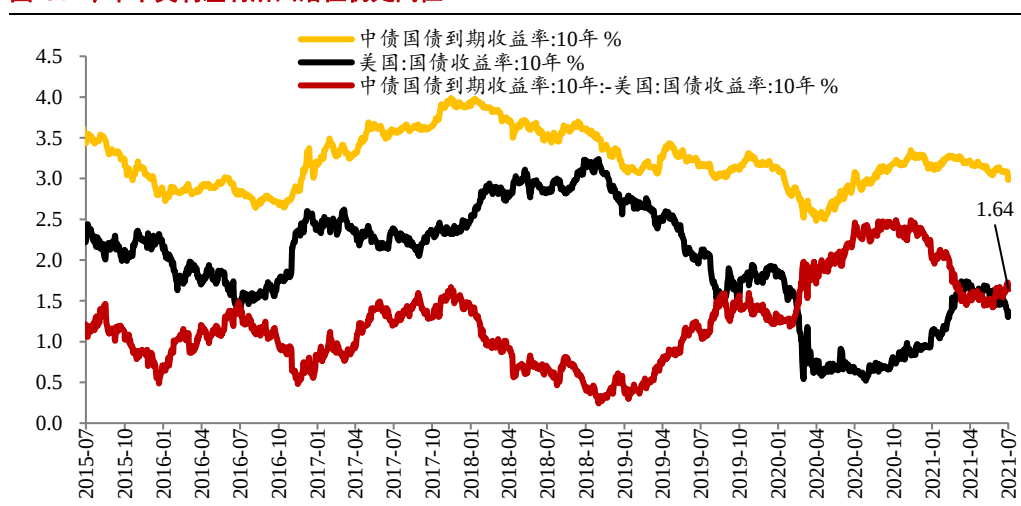
政策放松空间。

表 1：2013-2014 年美联储的 Taper 节奏

	国债购买（亿美元）	MBS（亿美元）
2013.12	450	400
2014.1	400	350
2014.2	350	300
2014.4	300	250
2014.5	250	200
2014.7	200	150
2014.8	150	100
2014.10	100	50
2014.11	0	0

资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 5：今年中美利差有所回落但仍处高位



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

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_22396

