

● 主要结论

央行降准，加大实体经济支持力度

2021 年 7 月 7 日，国务院常务会议决定，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。与此同时，2021 年 7 月 9 日，央行决定于 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。关于此次央行降准，我们认为主要源于以下四方面的原因，一是国内经济面临较大的下行压力。二是输入型通胀极大压缩国内中小微企业利润空间。三是流动性“供不应求”，银行流动性面临严峻考验。四是 2021 年下半年国内经济回归常态仍需货币政策支持。降准能够有效降低银行的资金成本，为推动贷款利率进一步下降创造重要前提。此外，我们还认为，不排除央行在今年三四季度提出再次降准的可能。

美联储维持宽松及对 Taper 的展望

美联储公布 7 月 FOMC 会议利率决议，会议决定维持货币政策，同时新设回购工具。此次议息会议中，美联储维持联邦基金利率 0%-0.25% 不变，且维持 1200 亿美元月度债券购买规模不变；另外，美联储新设立分别针对国内与国外的常设回购便利工具 SRF、FIMA。在总结上次 Taper 的经验和最新的美联储货币政策框架，我们认为美联储实施 Taper 需要达到以下几个条件：（1）通胀预期回到 2% 的水平；（2）失业率需明显改善；（3）疫情防控达到较高水平，初步实现全民免疫。我们认为，相较于“临时性”的通胀，美联储更加看重就业方面的数据，在劳动力结构深度调整且失业率居高不下的情况下，2021 年下半年料美联储 Taper 将难有实质性进展，但需要重视的是，三季度可能是劳动力市场恢复的关键时期，届时就业、通胀和疫苗接种情况都趋向于满足 Taper 的条件，我们预计美联储或在四季度正式启动 Taper 沟通。同时，在就业、通胀和疫情防控等方面，一旦有实质性改变，美联储将正式落地 Taper。

分析师助理：郭建锋

从业资格号：F03086702

电话：021-55007766-6634

邮箱：15592@guosen.com.cn

分析师：夏豪杰

从业资格号：F0275768

投资咨询号：Z0003021

电话：0755-25942621

邮箱：15051@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、热点事件梳理及展望

1、央行降准，加大实体经济支持力度

2021年7月7日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议。会议决定，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。与此同时，2021年7月9日，央行决定于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%。

图：历次国务院常务会议提及并实施降准的具体措施及时间节点

国常会时间	提及降准内容	央行宣布降准时间	相隔时间
2018年6月20日	支持银行开拓小微企业市场，运用定向降准等货币政策工具，增强小微信贷供给能力，加快已签约债转股项目落地。鼓励未设立普惠金融事业部的银行增设社区、小微支行。	2018年6月24日	4天
2018年12月24日	完善普惠金融定向降准政策。将支小再贷款政策扩大到符合条件的中小银行和新型互联网银行。出台小微企业授信尽职免责的指导性文件。加快民企上市和再融资审核。支持资管产品、保险资金依规参与处置化解民营上市公司股权质押风险。	2019年1月4日	11天
2019年4月17日	坚持不搞“大水漫灌”，实施好稳健的货币政策，灵活运用货币政策工具，扩大再贷款、再贴现等工具规模，抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架，针对融资难融资贵主要集中在民营和小微企业的问题，要将释放的增量资金用于民营和小微企业贷款。	2019年5月6日	19天
2019年9月4日	坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。	2019年9月6日	2天
2020年3月10日	抓紧出台普惠金融定向降准措施，并额外加大对股份制银行的降准力度，促进商业银行加大对小微企业、个体工商户贷款支持，帮助复工复产，推动降低融资成本。	2020年3月13日	3天
2020年3月31日	强化对中小微企业普惠性金融支持。增加中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步实施对中小银行定向降准，引导中小银行将获得的全部资金以优惠利率向中小微企业贷款，扩大涉农、外贸和受疫情影响较重产业的信贷投放。	2020年4月3日	3天
2020年6月17日	综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力，全年人民币贷款新增和社会融资新增规模均超过上年。	未宣布降准	—
2021年7月7日	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。	2021年7月9日	2天

数据来源：wind，国信期货

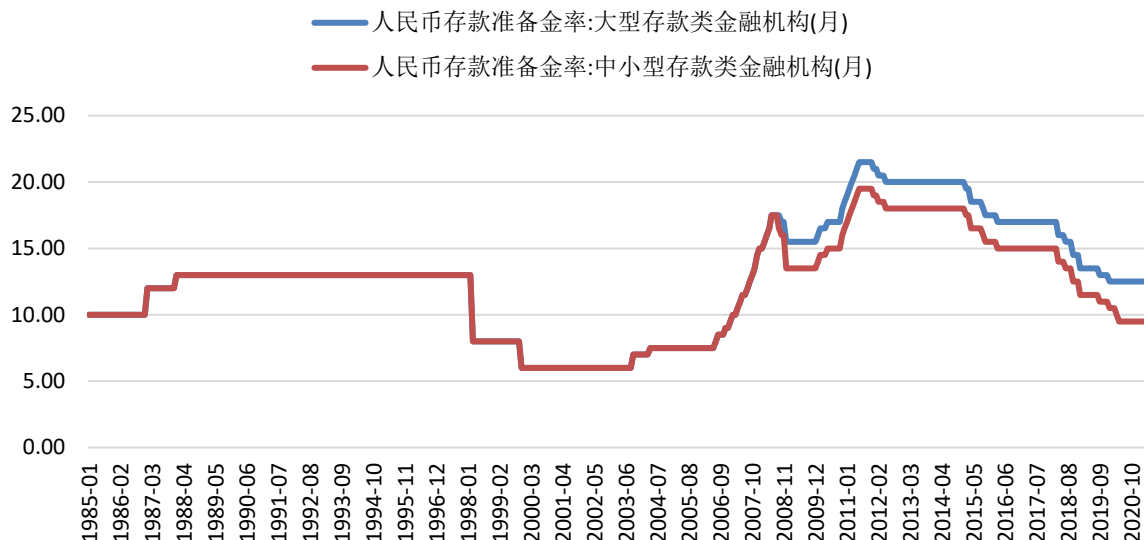
我们认为此次央行提出并实施降准举措，主要基于以下四个方面的考量。一是国内经济面临较大的下行压力。一方面，尽管全球疫情近期有所反复，甚至在部分国家有失控风险，但长期来看，新冠病毒基本可控。从全球累计新冠肺炎确诊病例及死亡病例来看，高点已过，后期随着部分国家戒严令的解除，可能会存在一定程度的反复，但长期来看，随着新冠疫苗的进一步研发和广泛接种，新冠肺炎大概率不会出现全球大规模蔓延的趋势。因此，2021年下半年，随着服务业及全球贸易的复苏，全球经济也将大概率呈现增长态势。另一方面，随着欧美日经济体的强势复苏，全球产业链“供需错配”有望得到缓解，这将会对我国的贸易出口造成一定的压力。最新制造业 PMI 数据显示，美国 60.6（前值 61.2），欧元区 62.6（前值 63.4）、德国 65.6（前值 65.1）、法国 58.1（前值 59.0）、意大利 62.2（前值 62.3），英国 60.4（前值 63.9），日本 52.4（前值 53.0），巴西 56.4（前值 53.7）。尽管部分国家 PMI 有所降低，但数据均高于 50，如美国制造业 PMI 已连续 13 个月出现扩张。同时，境外部分国家的疫苗接种率较高且接种速度较快，如美国新冠疫苗单剂以上接种率已达 54.2%，疫情的显著好转带动了服务业的重新开放。美国劳工部数据显示，6 月份美国休闲及酒店行业就业增加 34.3 万人，已连续 5 个月维持 20 万人以上的增长，恢复斜率尚未放缓。此外，随着全球产业链的修复，供需错配程度的减缓，下半年我国出口大概率呈边际递减趋势。2020 年及 2021 年上半年，全球对医疗物资的需求及“宅经济”出口对中国经济的拉动较为明显。下半年，全球产业链的修复同时叠加基数效应，我国经济增速将大概率放缓。

二是输入型通胀极大压缩国内中小微企业利润空间。在全球主要经济体采取量化宽松政策期间，全球大宗商品往往会出现一次大的上涨周期，尤其以原油、铁矿石、铜为代表的工业品。全球大宗商品价格大幅上涨，对我国中小微企业的生产经营产生明显的负面冲击。原材料价格快速上涨，使得产业链中、下游企业成本激增，导致很多企业的经营利润遭受侵蚀，尤其是国内广大中、小企业受到的负面冲击较为明显。

三是流动性“供不应求”，银行流动性面临严峻考验。一方面，市场对流动性提出较高要求。数据显示，中小型企业贷款需求指数高企。上半年信用债市场收紧加剧了企业间接融资的紧张程度，客观上需要流动性进行补偿。同时，今年新增地方政府专项债仅完成全年下达限额的 25%，明显滞后于去年同期的 40%，下半年地方政府债券发行提速。但目前来看，国内银行流动性偏紧，客观上对银行的流动性提出了更高的要求。另一方面，国内银行系统的广义流动性偏紧。截至目前，我国银行的存贷比处于历史高位。数据显示，2020 年下半年以来，商业银行余额存贷比一直保持上升趋势，今年一季度创出 77.15% 的历史新高，6 月行业存贷比高达 81.86%。同时，国内贷款增速远超存款增速。2021 年初以来，各项存款增速明显放缓，降至 9% 以下，而信贷增速则仍在 12% 以上，表明未来存贷比依然存在上行压力。除去准备金和备付金，未来大中小银行能够提供的信贷增量可能较为有限，在支持实体经济持续复苏方面可能力不从心。

四是 2021 年下半年国内经济回归常态仍需货币政策支持。一方面，经济下行压力及专项债加速下拨对市场流动性提出一定的要求。2021 年，基于基数效应，叠加全球主要经济国家大概率共振复苏，我国经济增速放缓已是大概率事件，货币政策适度偏松的必要性上升。同时，2021 年下半年，地方政府专项债发行很可能会提速，同时国内制造业与基建投资增速有望上行，这都需要适度宽松的流动性环境给予必要的支持。另一方面，降低中小微企业融资成本是服务实体经济重要抓手及切入点。2021 年下半年共有 4.15 万亿 MLF 到期，到期规模大小与 2018 年 Q2-Q4 的 MLF 到期规模 4.1 万亿接近。当前银行一般存款规模约 200 万亿元，央行若采取降准置换 MLF 的方式，可实现压缩 MLF 存量、平稳资金面的效果。同时，利用降低存款准备金率进行替代能够有效降低银行的资金成本，为推动贷款利率进一步下降创造重要前提。

图：存款类金融机构人民币存款准备金率



数据来源: wind, 国信期货

2、美联储维持宽松及对 Taper 的展望

北京时间 7 月 29 日, 美联储公布 7 月 FOMC 会议利率决议, 会议决定维持货币政策, 同时新设回购工具。此次议息会议中, 美联储维持联邦基金利率 0%-0.25% 不变, 且维持 1200 亿美元月度债券购买规模不变; 另外, 美联储新设立分别针对国内与国外的常设回购便利工具 SRF、FIMA。与此同时, 会议声明中首次指出在实现充分就业和物价稳定的目标上已经取得了一些进展, 未来将继续评估这一进展。此次会议中首次指出去年 12 月提出的目标已经取得了一些进展, 说明了对经济基本面的评估上, 美联储已开始逐步认可经济的实质性进展了。此外, 本次 FOMC 会议对于通胀、就业等表述未发生改变, 整体市场反应平淡, 各类资产维持窄幅区间波动。

图: 美国 CPI 及核心 CPI

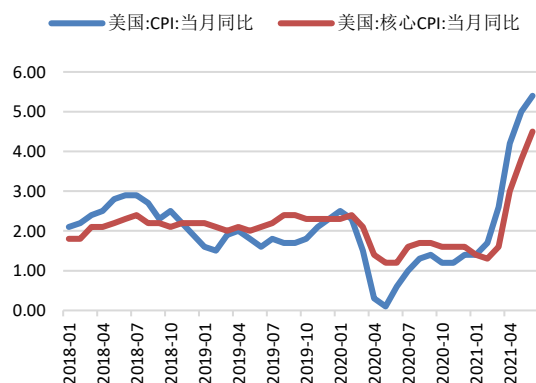
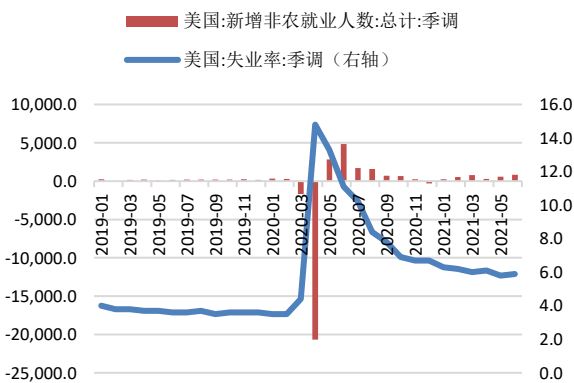


图: 美国失业率及新增非农就业数据



数据来源: wind, 国信期货

通常, 美联储实施 Taper 需要达到一定的条件, 即通胀水平与失业率达到一定的标准。回顾上一轮 Taper 前美联储的前瞻指引, 美联储多次强调在失业率达到 6.5%、通胀预期不超过 2% 上方 0.5% 前继续维持宽松的货币政策, 但相比于上一次清晰的前瞻指引, 本次的前瞻指引较为模糊, 并未给出具体的失业率

和通胀的阶段性目标。

通胀方面，较高的通胀数据支持美联储实施紧缩性货币政策。6月美国CPI继续“爆表”，而且远远超过预期。CPI同比增速5.4%，相比5月的5%和市场预期的4.8%都有了大幅提升。6月CPI同比增速为美国2008年8月以来最高水平。核心CPI同比上涨4.8%，创下1991年11月以来的最高纪录。与此同时，反映新涨价趋势的CPI环比也加速上涨，6月CPI环比增速0.9%，较上月0.6%和市场预期0.5%有大幅跃升。核心CPI环比增速0.9%，也是远远高于上月0.7%和市场预期的0.4%。此外，美国经济研究6月25日公布的PCE价格指数（个人消费支出平减指数）是美联储最关注的通胀指标。该指标5月同比增长3.9%，高于联邦公开市场委员会FOMC公布的2021年3.4%的同比增长预期。

就业方面，较高的失业率支持美联储继续保持量化宽松。6月失业率为5.9%，高于前值5.8%。6月份商品生产、服务生产和政府部门就业均环比上升。美国6月份政府部门增加就业18.8万人，前值为增加6.7万人；私人商品生产部门6月份非农就业增加2.0万人，前值为增加1.9万人；私人服务生产部门6月份非农就业增加64.2万人，前值为增加49.7万人。从失业结构上看，6月美国总失业人数为948.4万人，较前值有所回升；被动离职者（job losers）和完成暂时性工作人数低于前值；主动离职者（job leavers）人数较前值增加；重新进入劳动力市场者（reentrants）人数较前值增加；新进入劳动力市场者（new entrants）人数较前值减少。因此，从失业结构看，主动离职者和重新进入劳动力市场人数的增加是6月份失业率走高的主要原因。

在面对通胀与就业存在冲突之时，美联储最新的货币政策认为，当二者存在冲突时，应考虑它们在回归目标水平的时间来做决策。通常，在回归预期水平的速度上，失业率回归充分就业水平的过程要比通胀更长，因此美联储应该更多的考虑是就业市场的改善而非通胀。

失业率方面，上一轮Taper期间，美联储在前瞻指引中多次提到维持宽松政策至失业率达到6.5%，在达到这一阶段性目标，美联储启动了Taper。但对于此次失业率目标方面，美联储并未有明确的前瞻指引设定失业率数值型的阶段性目标，基于美联储最近的表态，我们认为5%可能是阶段性目标。同时结合上次美联储在失业率达到6.7%时启动Taper的经验，我们认为本次失业率回到5.3%左右可能触发美联储启动Taper。

在总结上次Taper的经验和最新的美联储货币政策框架，我们认为美联储实施Taper需要达到以下几个条件：（1）通胀预期回到2%的水平；（2）失业率需明显改善；（3）疫情防控达到较高水平，初步实现全民免疫。

关于美联储实施Taper，基于前面的分析，我们认为，相较于“临时性”的通胀，美联储更加看重就业方面的数据，在劳动力结构深度调整且失业率居高不下的情况下，2021年下半年料美联储Taper将难有实质性进展，但需要重视的是，三季度可能是劳动力市场恢复的关键时期，届时就业、通胀和疫苗接种情况都趋向于满足Taper的条件，我们预计美联储或在四季度正式启动Taper沟通。同时，在就业、通胀和疫情防控等方面，一旦有实质性改变，美联储将正式落地Taper，这一时点预计在明年一季度。

最后，值得注意的是，本次FOMC利率决议声明最大的变化是在已有临时回购工具的基础上，设立常备回购便利工具，它分为美国国内的常备回购便利工具（SRF）以及针对海外和国际货币机构临时回购协议机制（FIMA）。国内SRF指美联储与一级交易商（后续或扩展至更多存款机构）将进行美国国债、MBS和机构债券的隔夜回购操作，最高操作规模5000亿美元。国外SRF简称为FIMA回购便利工具，是面向国外和国际货币管理机构（实质上主要是央行）的回购工具。SRF是美联储向市场提供流动性的工具，一般在流动性匮乏时发生作用。通过SRF，一级交易商（后续可能扩展至更多的存款机构）以及海外官方可以从美

联储获得流动性支持，常备回购便利可以帮助美联储更好地控制货币市场利率，降低货币市场波动性，以确保美国货币市场平稳运行。

FIMA 回购机制将使 FIMA 账户持有人(包括在纽约联储银行开户的各地中央银行及其他国际金融机构)能够与美联储订立回购协议。在这些交易中，FIMA 账户持有人会暂时将其持有的美国国库券与美联储交换为美元，然后可以将其提供其辖区内的机构使用。除了在公开市场上出售证券外，该工具还应提供替代性的美元临时资金来源，从而有助于支持美国国债市场的平稳运转。同时，这一工具还可与其他美联储与各地中央银行建立的美元流动性掉期额度一起，帮助缓解全球美元融资市场的压力。

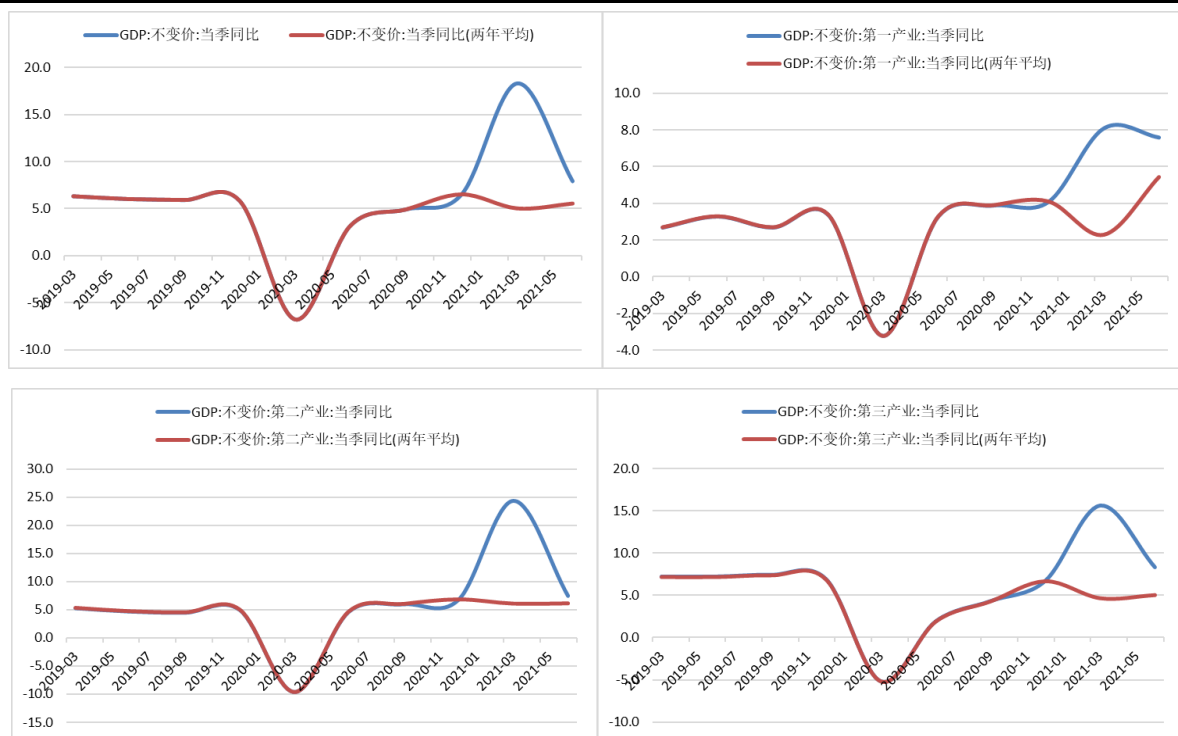
在流动性较为宽松的背景下，美联储推出 SRF、FIMA 的主要目的是让境外官方机构不刻意抛售美债，以便控制美债长端收益率。同时，在当前货币市场较为稳定时继续讨论并推出 SRF，继续完善货币市场利率调控机制，体现了美联储调控短端利率的手段和决心。

二、重要经济数据点评

1、GDP 数据

我国二季度实际 GDP 增速 7.9%，前值 18.3%；两年平均增速为 5.5%，较一季度的 5.0% 进一步恢复。其中第一产业实际 GDP 增速 7.6%，前值 8.1%；两年平均增速为 5.4%，前值 2.3%。第二产业实际 GDP 增速 7.5%，前值 24.4%；两年平均增速为 6.1%，前值 6.0%。第三产业实际 GDP 增速 8.3%，前值 15.6%；两年平均增速为 5.1%，前值 4.7%。第三产业尚未恢复至疫前水平，同时，恢复程度仍相对偏低、速度偏慢，和疫情前有明显差距，未来仍有空间。

图：国内生产总值（GDP）



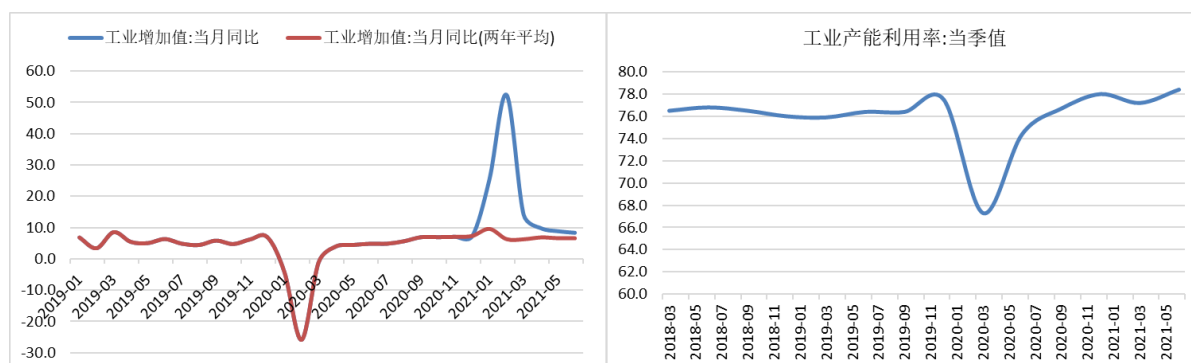
数据来源: wind, 国信期货

2、工业增加值数据

6月工业增加值同比增长8.3%，两年平均增长6.5%，略低于5月两年平均增速的6.6%。6月工业增加值环比调比上月增长0.56%。高于4月的0.52%和5月的0.53%。6月，汽车产量和汽车工业增加值同比分别为-13.1%和-4.3%，均大幅低于5月。进一步彰显工业部门韧性。二季度，全国工业产能利用率为78.4%，高于一季度的77.2%，亦高于疫情之前2019年四季度的77.5%。

分经济类型看，6月份，国有控股企业增加值同比增长5.4%；股份制企业增长9.0%，外商及港澳台商投资企业增长6.4%；私营企业增长10.2%。分行业看，6月份，41个大类行业中有34个行业增加值保持同比增长。农副食品加工业增长9.6%，纺织业下降1.3%，化学原料和化学制品制造业增长9.8%，非金属矿物制品业增长8.7%，黑色金属冶炼和压延加工业增长4.1%，有色金属冶炼和压延加工业增长2.4%，通用设备制造业增长13.9%，专用设备制造业增长10.5%，汽车制造业下降4.3%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长6.8%，电气机械和器材制造业增长15.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长13.4%，电力、热力生产和供应业增长10.8%。分产品看，6月份，612种产品中有410种产品产量同比增长。钢材12072万吨，同比增长3.0%；水泥22433万吨，下降2.9%；十种有色金属549万吨，增长8.0%；乙烯233万吨，增长31.1%；汽车203.8万辆，下降13.1%，其中，新能源汽车27.3万辆，增长135.3%；发电量6860亿千瓦时，增长7.4%；原油加工量6082万吨，增长5.1%。

图：工业增加值



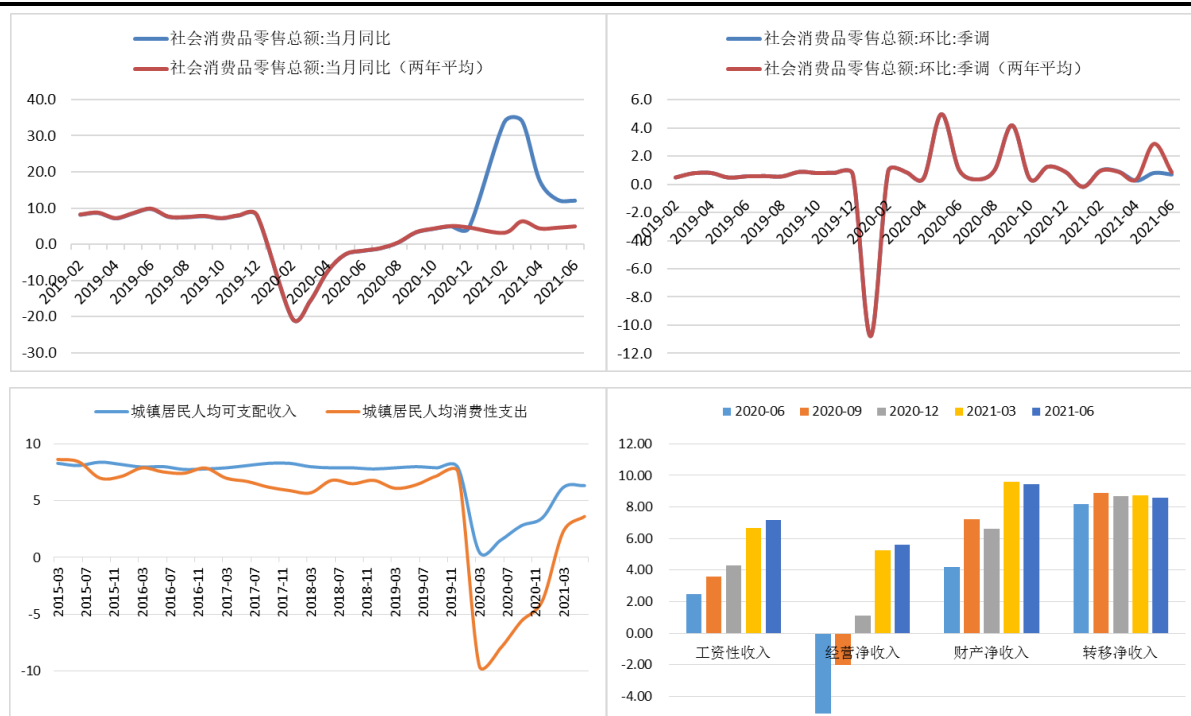
数据来源: wind, 国信期货

3、社零数据

6月,社零总额同比增长12.1% (两年平均4.9%),均高于5月的4.5%和4月的4.3%。社零环比为0.7%,低于5月高位的0.8%,但仍好于预期。其中,城镇和乡村社零总额两年平均分别为4.8%和5.5%,均高于5月的4.5%和4.7%以及4月的4.3%和4.3%。2021年上半年,居民人均可支配收入两年平均实际增速5.2%,但较一季度两年平均略低于同期经济增速;增速的4.5%继续改善。

近几年来,城镇居民的工资性收入和经营性收入分别约占总收入的60%和12%。6月,工资性收入和经营性收入分别累计增长12.4%和17.5%,两年平均分别为7.2%和5.6%,分别高于前期的6.7%和5.3%。消费支出方面,6月,城镇居民人均可支配收入及消费性支出分别增长11.4%和16.7%,两年平均分别为6.3%和3.6%,均高于前期的6.2%和2.3%。从数据来看,消费呈现逐步缓慢改善的态势。

图：社会消费品零售总额



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_24761

