

2021年08月12日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-61981316
联系人：

樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn
方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

如何理解降准后仍“稳字当头”的货币政策？

——《二季度货币政策执行报告》点评

相关报告

《7月贸易数据点评：真实的基本面可能略强于数据》——2021-08-08

《7月30日政治局会议点评：政策调整的信号更加明显》——2021-08-01

《7月PMI数据点评：制造业景气程度持续回落》——2021-07-31

《7月美联储议息会议点评：Taper渐近》——2021-07-30

《6月工业企业利润数据点评：工业企业利润增速持续下滑》——2021-07-28

事件：

8月9日，人民银行发布了《2021年第二季度中国货币政策执行报告》（简称《报告》）。央行对经济形势的判断与7月政治局会议的基调一致，较一季度更为谨慎，同时指出外部环境“更趋严峻”。物价方面，央行继续认为通胀风险总体可控，不存在长期通胀或通缩的基础。虽然央行用“稳字当头”来描述货币政策的基调，但是我们认为实际的宽松已经发生而且可能会继续发生。

投资要点：

■ 企业贷款利率创历史新低，银行超储率持续回落。

《报告》披露6月新发放贷款加权平均利率4.93%，较3月下降17个bp，创历史新低。其中，一般贷款加权平均利率为5.20%，创有统计以来新低（包括企业贷款加权平均利率较3月下降5个bp到4.58%）；票据融资加权平均利率为2.94%，比3月下降0.58个百分点；个人住房贷款加权平均利率为5.42%，比3月上升0.05个百分点。

实际贷款利率的稳中有降体现了LPR改革的红利、存款利率监管改革以及明示贷款年化利率要求的成果。接下来，央行将深化LPR改革，引导LPR完善挂钩银行内部资金转移定价机制（FTP），使“LPR的变动可及时通过FTP传导至贷款端”，巩固当前贷款利率下行成果，推动实际贷款利率进一步降低。

《报告》同时披露6月末，金融机构超额准备金率为1.2%，较3月下降0.3个百分点，较去年同期下降0.4个百分点。

■ 对国内经济判断趋于谨慎，外部环境“更趋”严峻，通胀总体可控

对于国内经济形势，《报告》与早前的7月政治局会议的基调一致，对经济形势的判断较今年一季度更为谨慎。《报告》删除了“稳中加固”、“积极因素明显增多”等表述，增加“正视困难”等措辞，并提示“经济增长动能的可持续性面临一定的挑战”——除一季度报告中提到的消费仍受制约、投资偏弱、中小微企业困难大以外，“不良资产、影子银行反弹”、“经济潜在增速下行”、“出口增速……可

能放缓”等方面的压力也需要关注。

对于国际经济前景，《报告》在肯定疫苗贡献的同时，强调了外部环境“更趋”严峻复杂。具体而言，《报告》认为，虽然“疫苗有序接种总体上推动全球经济”并提及国际货币基金组织与世界银行“均上调了2021年全球经济增速预测”，但是“疫情演进仍有不确定性”并重申主要经济体货币政策转向的风险需要密切关注。

通胀压力总体可控。《报告》指出二季度CPI涨幅温和，预计下半年仍将在合理区间内平稳运行；PPI阶段性走高，短期内可能维持相对高位，主要受输入型通胀推升大宗商品价格及低基数效应的影响，但整体上看，央行仍然认为中国经济整体运行平稳，不存在长期通胀或通缩的基础。

■ 如何理解降准之后仍然稳字当头的货币政策？

在货币政策的基调方面，本次报告新增了“稳字当头”，这与一季度报告中“稳字当头”主要用于阐述宏观政策的总体基调有所不同。那么，如何解读央行在降准的同时强调货币政策的“稳字当头”呢？货币政策到底有没有松动呢？

我们的理解是货币政策虽然有所调整，但是仍然担当得起“稳字当头”的说法：一方面，价格工具方面，政策利率没有明显变化，7天期逆回购操作利率仍维持在2.2%，市场化的DR007也继续围绕着政策利率上行波动；MLF利率维持2.95%，LPR也和MLF一起保持稳定。另一方面，数量目标也没有明显的变动，央行继续维持了“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”的要求。

那么，货币政策的调整又体现在哪里？我们认为，降准通过三大渠道，实现了一定程度的实质性的宽松：首先，降准引导短端利率在未来的预期下调，长端利率出现了明显的下降；其次，降准在负债端帮助金融机构更好地达成期限匹配要求，从而推动其在资产端释放更多长期资金；最后，降准有助于中小银行获取更多的流动性，有助于当前面临困难的中小企业获得信贷资金。实际上，《报告》中对降准的解释也是在考虑到“税期高峰、MLF到期、地方债加快发行”等可能影响下一阶段流动性的因素后，实施降准能够保持短、中、长期流动性供给均合理充裕，与市场需求基本匹配。

但是，从效果上来看，我们认为降准通过上述三个渠道实现宽松力度似乎尚有不足。8月11日公布的社融数据明显低于市场预期，显示当前资金供给端的温和改善并不足以弥补资金需求的下降造成的信用收缩。虽然未来财政政策可能有所发力，对社融增速可能构成一定支撑，但若未能扭转社融同比增速下滑的局面，我们认为货币政策在四季度还存在进一步宽松的可能。

在关于总量的表述之外，《报告》也展现了下阶段货币政策的部分结构性特征。《报告》新增“实施好信贷增长缓慢省份再贷款政策”、“加强预期管理”、“引导企业和金融机构坚持‘风险中性’的理念”，并在之前推出碳减排工具的基础上进一步表示要推动其落地生效，未来可能在这些方面推出有针对性的结构性政策工具。

■ 货币政策跨周期设计的表述引人关注，货币与通胀关系受到重视

虽然一季度报告和本次报告都提到了“跨周期设计”一词，一季度主要出现在整体的宏观政策基调中，但本次专门针对货币政策提出跨周期调节引人关注。

今年初，中国证监会原主席肖钢在某论坛会议中的发言解释¹了逆周期调节和跨周期设计存在的几点不同，包括政策目标关注中长期问题且比较多元，政策工具更多依靠产业政策、环境政策以及区域协调，以及政策实施不是逆周期的相机抉择而是需要“持续”、“稳定”等。

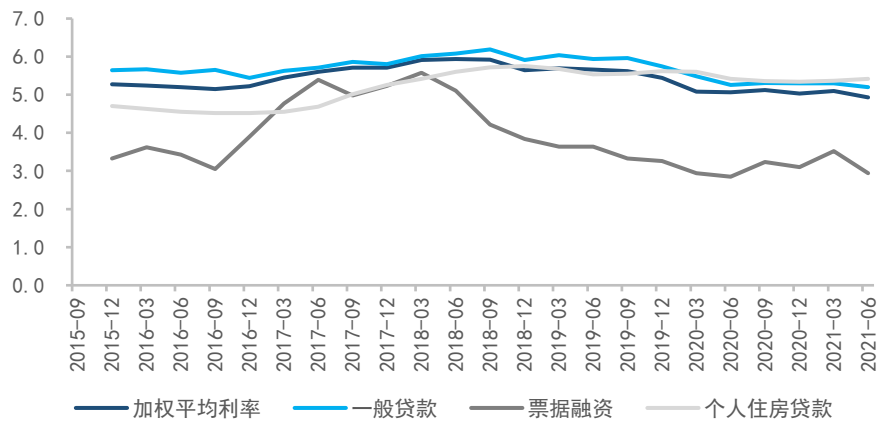
对货币政策而言，我们认为跨周期调节意味着货币当局在关注短期经济周期波动的同时，也需要考虑经济总债务杠杆率、区域平衡发展、绿色可持续等长期问题。这意味着在政策工具的采用和政策实施的过程中，一方面在通过传统政策工具（如利率）进行逆周期调节的同时，也需要适当考虑长期如债务可持续问题，在操作的过程中尽量避免以未来付出更大代价而追求短期成绩，在逆周期和跨周期中需要做出适当的妥协和平衡；一方面也意味着一些结构性的货币政策、宏观审慎的工具会不断的推陈出新——毕竟根据丁伯根法则，较单一总量型工具无法应对多元的政策目标。

《报告》还在专栏中分析了货币与通胀的关系，认为货币与通胀的关系并没有如部分市场观点所认为的那样发生了变化——“货币大量超发必然导致通胀”。需要注意到 2008 年金融危机后与 2020 年疫情后两种量化宽松政策的区别——前者以增加基础货币为主，真正的货币增长有限；后者因为财政政策的显著扩张而大量增加了货币供给，推动通胀明显升温。因此，央行认为稳住通胀的关键还是要管住货币，坚持货币、财政的独立性。

风险提示：经济、政策不及预期，国内外疫情、中美关系恶化

¹ 肖钢：逆周期调节与跨周期调节的不同|肖钢_新浪财经_新浪网
<http://finance.sina.com.cn/zt/bank/2021-01-27/zt-ikftpnny2214876.shtml>

图表 1: 加权平均利率及其组成走势 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

方诗超，宏观助理研究员。2017 年在浙江大学获得经济学学士学位，2020 年于美国 Cornell 大学获得应用经济学硕士学位。2021 年加入国海证券，从事宏观经济研究。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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_25041

