

会降准吗？资产价格如何走？

引言：7月以来，经济数据显示我国经济内生性动力大幅回落，货币和财政宽松预期明显升温。7月30日的政治局会议和8月9日的二季度货币政策执行报告均透露下半年经济增长动能面临一定的挑战，但是在“稳通胀”和“防风险”并重的前提下，后续货币政策和财政政策如何配合也成为了市场关注的焦点。本文主要深入分析了后续政策如何发力的可能性，并在这个基础上，对未来的大类资产做出判断。

一、短期经济增速周期见顶，加快寻找经济新增长点。从短期来看，房地产销售额和面积两年复合增速从2月的高点回落；出口韧性依然较强但对经济整体的支撑度也在边际回落；疫情后制造业投资整体恢复的较慢，中小企业增长动能相对不强；消费在居民杠杆率高企、局部疫情频发扰动下相对疲弱；财政政策的运行逻辑从简单的“逆周期调控”转向“保民生就业”，对基建的拉动力明显不足。**从长期来看，**影响经济表现的实质不单单是货币因素，超出了货币政策解决或者改善的范围，要实现可持续性增长，需要结构性改革和持续投资等多方面因素共同发挥作用。

二、短期政策的理解：稳增长、降成本、防风险、调结构。首先，信用+财政运行逻辑变化更针对防范信用风险、维持宏观杠杆率。疫情后，政府杠杆率上行，但是基建占公共财政支出比重回落。其实，基建并不是没有发力，而是四年以来控制隐性债务压低了基建投资中枢和弹性：一方面，基建投资从资金来源受到了一定的约束；另一方面，随着我国经济增速中枢下行，利用基建投资对冲的体量也边际递减。预计专项债后续集中发行对基建投资的支撑存在但有限。与此相呼应的是今年新增融资总量依然相对稳定，但是需求放缓、监管趋严背景下，信贷供给结构性分化凸显。维持宏观杠杆率意味着后续更倾向于通过调整配置效率来达到稳杠杆的目标。**其次，“保供价稳”针对结构性通胀。**二季度货币政策报告指出稳住通胀的关键还是要管住货币。当前我国M2和名义GDP增速依然较为匹配，PPI高企的原因还是在于大宗商品持续的供需不匹配，所以“保供价稳”依然是今年全年的核心任务。**第三，未来降准依然可期，但货币政策基调中性偏松。**央行最近将逆回购操作量从100亿元提高至500亿元，更多为了维护月末流动性平稳。8月26日晚，央行提出“运用再贷款再贴现、存款准备金率等货币政策工具”，预计9月定向降准的概率加大。另外，二季度货币政策报告提出强化对小微企业的支持力度，意味着货币政策稳中偏松的基调并未发生变化。在通胀并未出现大幅回落前，央行更多会通过“多次降准”或者是“结构性降息”带动实际贷款利率下行。降息的概率取决于何时需求下降的速度超过供给的收缩。

三、利率债波动加剧，A股仍需警惕信用风险。利率债收益率向下的趋势较为确定，但后续的波动预计加大。央行和财政维持“两个钱袋子”表明政府债券发行速度加快虽然会影响资金利率，但是货币政策更应从维护银行间流动性平稳的角度出发，短期债券市场的波动不会引发货币政策全面宽松。**央行结构性发力，流动性对A股仍有支撑，仍需警惕严监管背景下部分行业的信用收缩风险。**从流动性角度来看，流动性维持宽裕对A股的估值形成支撑。从风险偏好和信用方面来看，A股可能仍然会受到波及。一方面，在监管不松的背景下，地方隐性债务和房企市场将持续面临信用收缩的风险；另一方面，在美联储Taper到正式缩减资产购买期间，也将从风险偏好端对A股形成扰动。**流动性宽松对工业品价格影响有限，预计国内商品价格表现分化、原油价格震荡回落。**流动性维持宽裕虽在金融层面支持商品价格，但人行更偏向结构性发力，决定商品价格的主要因素还是供需匹配问题。往后看，部分黑色系商品价格供需缺口已经开始收窄，需求下滑较为确定，供给何时改善决定黑色系价格何时回落。油价也更多受到供给影响。

风险提示：疫情出现新的变化、需求回落超预期、信用收缩超预期

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
 (8621)61038260
 duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
 yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

引言：	3
一、短期经济增速周期见顶，加快寻找经济新增长点.....	3
二、近期政策短期的理解：稳增长、降成本、防风险、调结构.....	5
1、信用+财政运行逻辑变化更针对防范信用风险、维持宏观杠杆率	5
2、“保供价稳”针对结构性通胀	8
3、未来降准依然可期，但货币政策基调中性偏松	10
三、利率债波动加剧，A股仍需警惕信用风险	13

图表目录

图表 1：7 月新增专项债表现不及预期	3
图表 2：商品房销售额和面积复合增速从 2 月高点回落	3
图表 3：制造业投资的增速持续差于固定资产投资	4
图表 4：社零还未恢复到疫情前的水平	4
图表 5：全球长端利率中枢回落不可逆	4
图表 6：基建支出占公共财政支出回落	5
图表 7：地方政府和政府部门杠杆率较高	5
图表 8：疫情后财政和基建运行的逻辑发生变化	6
图表 9：2018 年之后固定资产投资-基建投资的峰顶中枢下移	6
图表 10：1-7 月公共财政支出中基建累计同比表现较弱	6
图表 11：疫情后专项债向社会民生类的投向增多	7
图表 12：社会融资规模存量下降的较快	7
图表 13：新增社融 1-7 月总量高于 2018 和 2019 年水平	7
图表 14：疫情后美国基础货币投放叠加财政货币化带动 M2 同比大幅上行	8
图表 15：我国基础货币和 M2 同比增速疫情后并未大幅走阔	9
图表 16：中上游重工业生产资料主导 PPI 变化	9
图表 17：今年主要“保供稳价”政策梳理	9
图表 18：除了个人住房贷款利率上行，其他贷款加权平均利率均有所下行 ..	11
图表 19：MLF 在 9-12 月到期量较多	12
图表 20：市场利率跟随政策利率波动	13
图表 21：DR007 和 10 年期国债收益率同步	14
图表 22：美国 M2 增速已经和经济增长匹配不上	15
图表 23：通常当 M2-GDP 同比增速跌入负值，标普 500 波动较大	15
图表 24：铁矿石价格回落，焦炭焦煤继续上行	16
图表 25：焦炭产量持续回落	16
图表 26：EIA 预计 WTI 原油价格震荡回落（美元/桶）	16
图表 27：世界液体燃料生产与消费平衡	16

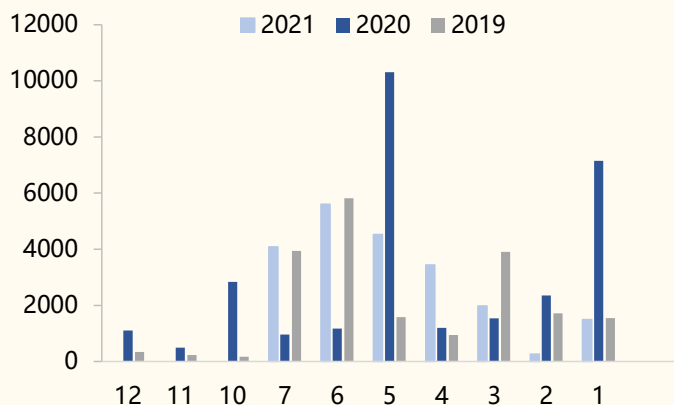
引言：

7月以来，经济数据显示我国经济内生性动力大幅回落，货币和财政宽松预期明显升温。7月30日的政治局会议和8月9日的二季度货币政策执行报告均透露下半年经济增长动能面临一定的挑战，但是在“稳通胀”和“防风险”并重的前提下，后续货币政策和财政政策如何配合也成为了市场关注的焦点。本文主要深入分析了后续政策如何发力的可能性，并在这个基础上，对未来的大类资产做出判断。

一、短期经济增速周期见顶，加快寻找经济新增长点

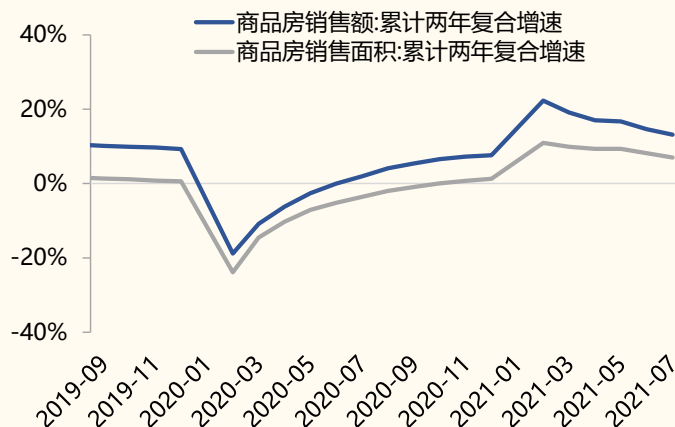
从短期来看，经济增速周期见顶，而结构性表现低于预期。虽然2季度的两年平均GDP的增速从5%回升到5.5%，但是政治局对于经济的表述明显偏悲观。疫情后我国首先复工复产，得益于低利率和供给端恢复较快，房地产投资和出口成为了推动本轮经济复苏的主要动力。但随着政策约束和外部供需缺口逐步回升，房地产销售额和面积的累计两年复合增速从今年以来2月的高点回落，出口韧性虽然依然较强，但是基数效应叠加全球产能逐步恢复，对经济整体的支撑度也在边际回落。疫情后制造业投资整体恢复的较慢，且疫情前制造业投资的整体表现也持续低于整体制造业投资，数据显示疫情前制造业的两年累计平均增速在2.5%-3%之间，低于整体固定资产投资增速，经济最优的动力发挥不畅。消费在居民杠杆率高企、局部疫情频发扰动下难以快速修复。财政政策的运行逻辑从简单的“逆周期调控”更多转向“保民生就业”，对基建的拉动力在疫情后明显不足。在此基础上，政治局会议对经济的表述其实也是进一步确认了短期内经济难以回到潜在增速的水平。

图表1：7月新增专项债表现不及预期



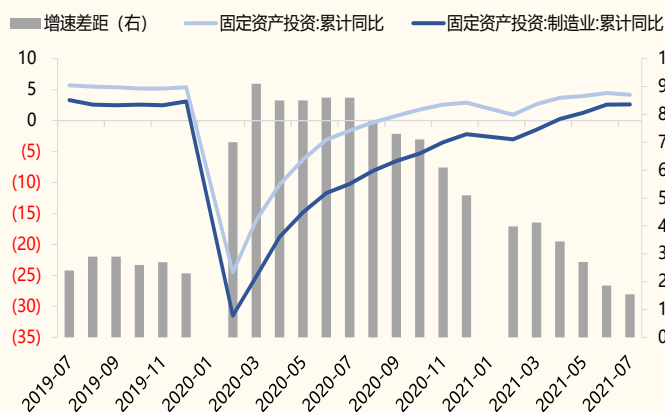
来源：Wind、国金证券研究所

图表2：商品房销售额和面积复合增速从2月高点回落



来源：Wind、国金证券研究所

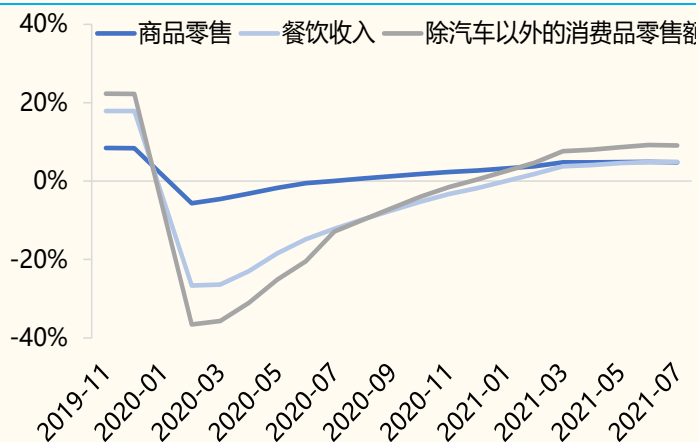
图表 3：制造业投资的增速持续差于固定资产投资



注：2021年为两年平均增速

来源：Wind、国金证券研究所

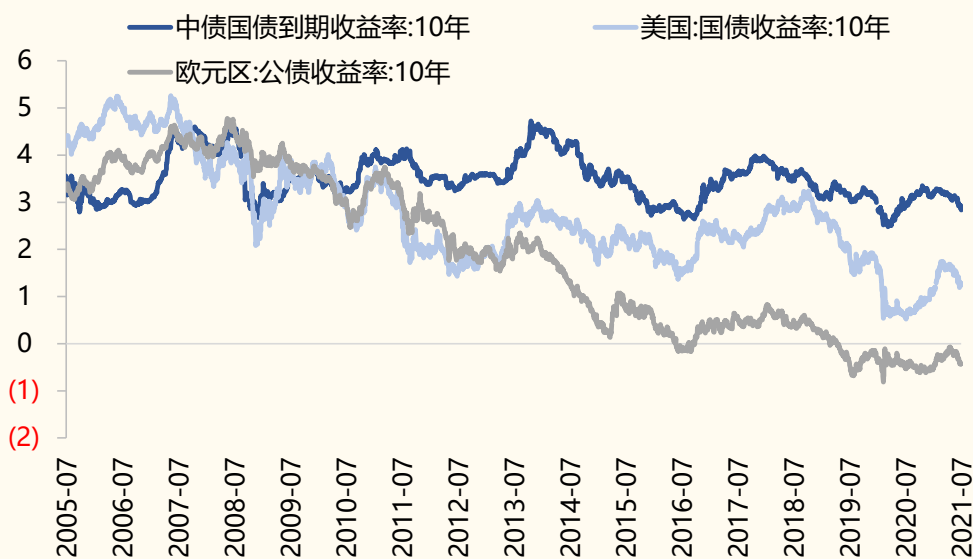
图表 4：社零还未恢复到疫情前的水平



来源：Wind、国金证券研究所

从长期来看，政策重心更加聚焦长期结构性问题，寻找经济新动力。从长期来看，影响经济表现的实质并不是货币因素，所以超出了货币政策解决或者改善的范围，要实现可持续性增长，需要结构性改革和持续投资等多方面因素。一方面，货币政策的边际效用已经明显下降，美联储货币政策长期受制于零利率下限，欧央行 04 年以来将存款利率降至负值，很大程度上反映了欧央行对宏观经济趋势的调控长期处于被动的地位。相比之下，我国长端收益率曲线虽然处于相对合理的位置，但是长期中枢下滑不可逆。另一方面，世界经贸格局正在加速演变，如何权衡多边主义和中美之间的关系正在变得越来越棘手，所以寻找新的增长点和治理形式来缓解政策压力和驾驭全球化至关重要。中央政治局会议提出要将“逆周期调节”转变为“跨周期调节”，意味着政策着眼于多个周期，将重点更聚焦于长期结构性问题。

图表 5：全球长端利率中枢回落不可逆



来源：Wind、国金证券研究所

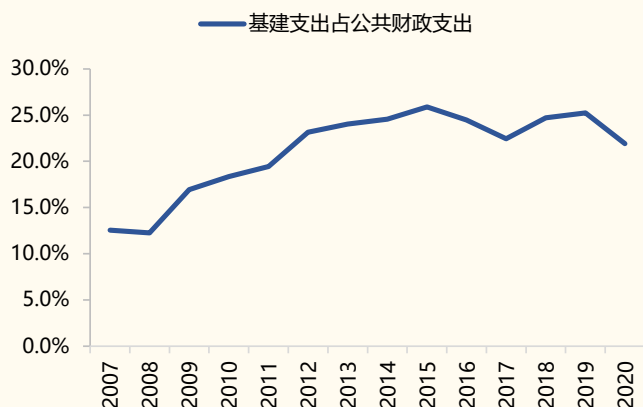
二、近期政策短期的理解：稳增长、降成本、防风险、调结构

1、信用+财政运行逻辑变化更针对防范信用风险、维持宏观杠杆率

无论是从中央政治局会议还是第二季度的货币政策报告中，央行都提出了需要守住不发生系统性金融风险的底线，并强化了地方政府风险处置的属地责任，其实也是进一步表明了今年作为监管大年，总基调上房地产调控和城投方面的政策不会松。

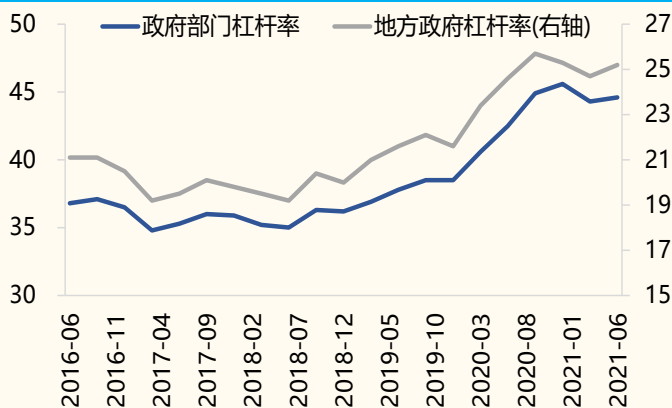
疫情后，政府杠杆率上行，但是基建占公共财政支出比重回落。新增地方政府债券一直是“扩内需，稳增长”的有效手段，一方面能够通过发行地方政府债券来降低地方政府的融资成本，另一方面当地方政府财政收入乏力但支出仍然刚性的情况下，通过扩大公共财政支出能够有效支持“六稳”“六保”的工作。而固定投资中基建投资的大部分资金来源于广义财政，所以基建一直呈现出较明显的反周期特征。从作用和传导机制来看，基建投资主要通过推动需求乘数效应和资本累积效应直接影响经济增长，当中还会通过准公共物品的外部性间接对经济增长产生长期影响，但是这也决定了基建投资的构成不仅包括了显性债务还包括了隐性债务。2020 年疫情爆发后，地方、中央和政府部门杠杆率均大幅攀升，但是基建占公共财政支出的比重从 2019 年的 25% 回落至 22%，使得市场认为基建投资乏力。

图表 6：基建支出占公共财政支出回落



来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：地方政府和政府部门杠杆率较高



来源：Wind、国金证券研究所

基建并不是没有发力，而是控制隐性债务压低了基建投资中枢和弹性。2017 年中旬财政部、发改委和央行等出台了一系列的文件为化解隐性债务，随着快四年隐性债务化解工作的推进，一方面基建投资从资金来源受到了一定的约束，另一方面随着我国经济体量增速下行，利用基建投资作为逆周期手段所需要量也边际递减。但是从两年平均增速来看，基建投资的两年累计同比增速从去年 3 月的-7.21%回升至 3.48%，名义 GDP 的两年累计同比增速从同期的 1.92%回升至 8.64%，基建受到财政刺激的影响恢复较整体经济增速仍然更强。所以我们认为基建作为逆周期手段并非完全失效，更多是之前财政运行逻辑发生的边际变化在疫情中更加凸显。

图表 8：疫情后财政和基建运行的逻辑发生变化



来源：Wind、国金证券研究所

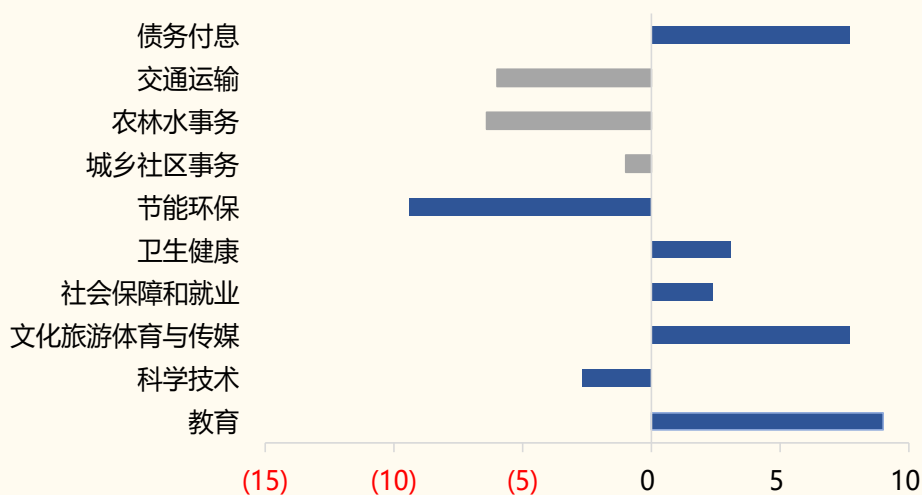
图表 9：2018 年之后固定资产投资-基建投资的峰顶中枢下移



来源：Wind、国金证券研究所

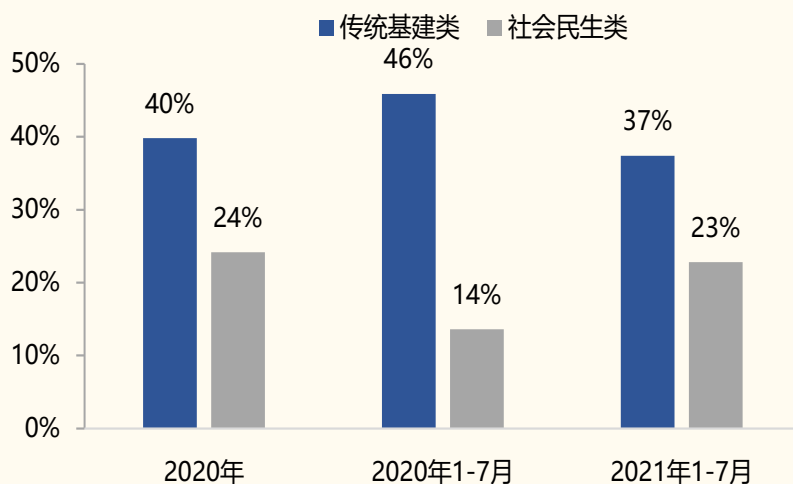
所以从这个基础上，专项债后续集中发行对基建投资的力度存在但是亦有限。数据显示，1-7 月已组织发行新增地方政府债券 18833 亿元，其中一般债券 5287 亿元，完成进度为 64%，相较之下专项债券 13546 亿元，发行进度仅 37%。根据 7 月 30 日召开的政治局会议提出，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，预计 9 月和 12 月大概率迎来专项债的高峰。但是对比去年到目前专项债投放来看，去年下半年以来，政府专项债对社会民生类的投向逐步上行。数据显示，2020 年全年民生类（棚改、旧改保障房、社会事业、教育医疗）占比为 24%，高于去年 1-7 月的 14%，另外今年 1-7 月占专项债的比重为 23%，也高于去年同期水平。另外，控制隐性债务存量的监管方向并未放松，意味着基建投资未来会发力，但是难以看到大幅回升。

图表 10：1-7 月公共财政支出中基建累计同比表现较弱



来源：Wind、国金证券研究所

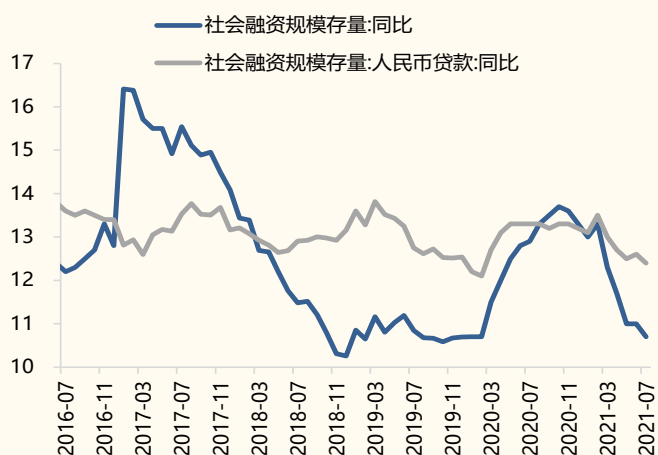
图表 11：疫情后专项债向社会民生类的投向增多



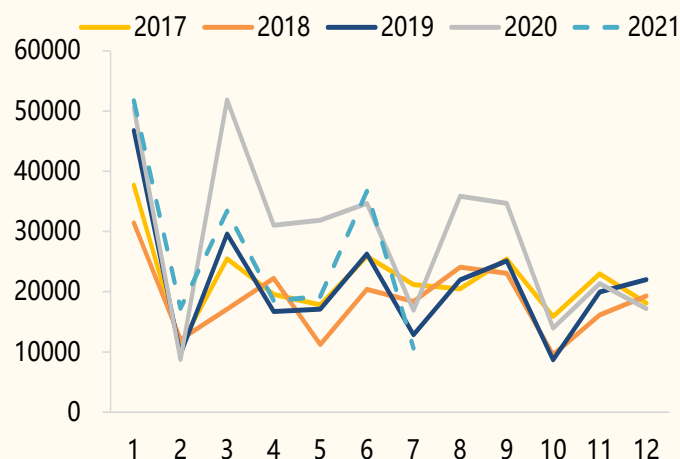
来源：Wind、国金证券研究所

与此相呼应的是今年新增融资总量并没有问题，但是需求放缓+监管趋严下，信贷供给结构性分化凸显。虽然上半年社融余额同比增速大幅回落，但是部分由于去年高基数的因素，新增融资总量仍然表现较为平稳。从数据上来看，7月的社会融资规模存量同比为 10.7%，较去年高点回落了 3 个百分点，但是从新增融资来看，前 7 个月的新增融资总量为 187379 亿元，虽然低于 2020 年的 225612 亿元，但是仍然远高于 2018 和 2019 年的同期水平，说明上半年其实信用收缩并不强，实体需求和金融扩表的意愿仍然相对较强。但是 7 月的金融数据中体现出了供需结构性错配的情况，具体体现在：1) 票据融资大幅走阔；2) 企业中长期贷款同比多增急剧回落。票据融资大幅增加其实和企业所需要的中长期资金并不匹配，其结果就是很难带动实体经济增长。通常在实体经济放缓时票据融资和债券融资较多，虽然可以起到平滑投资周期性波动的作用，但是不排除票据融资中存在较多的泡沫，企业通过票据融资来获得一定的资金，然后再将这笔资金作为保证金存款放入银行，可能导致的直接结果就是交易空转，杠杆率被动抬升。维持宏观杠杆率意味着后续更倾向于通过调整配置效率来达到稳杠杆的目标。

图表 12：社会融资规模存量下降的较快



图表 13：新增社融 1-7 月总量高于 2018 和 2019 年水平



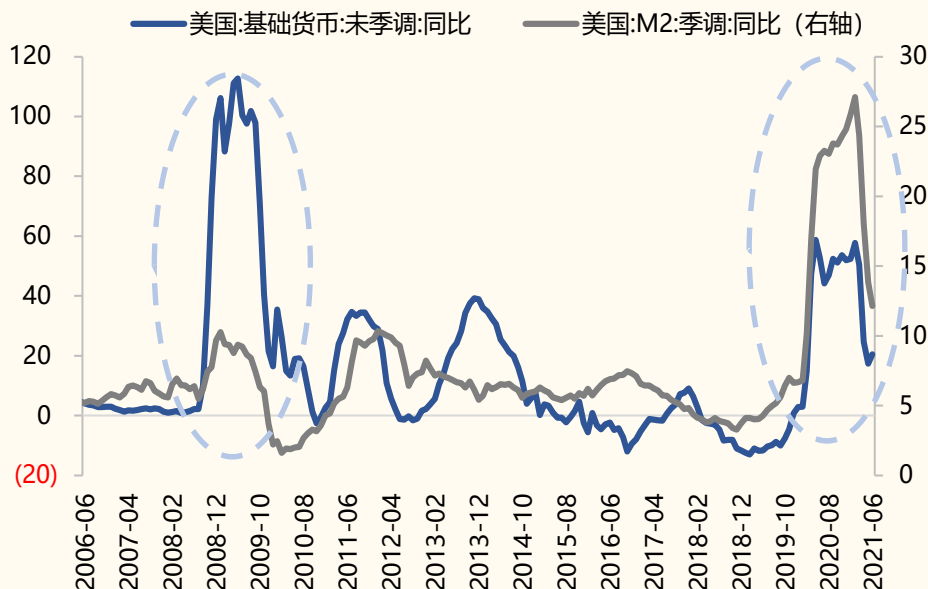
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

2、“保供价稳”针对结构性通胀

二季度货币政策报告《正确认识货币与通胀的关系》中指出货币大量超发必然导致通胀，稳住通胀的关键还是要管住货币。央行指出08年金融危机之后，美国等发达经济体央行购买国债，但是主要购买了市场上的存量国债，因为财政政策支持力度并不大，所以没有明显的财政货币化，基础货币的增长并未带动货币供应量同比例上行，所以没有出现通胀。但是本轮疫情后，财政和货币共同发力，出现基础货币同比增速低于08年金融危机，但M2同比增速的幅度远高于08年金融危机的现象，所以带动通胀大幅上行。

图表 14：疫情后美国基础货币投放叠加财政货币化带动 M2 同比大幅上行



来源：Wind、国金证券研究所

当前我国 M2 和名义 GDP 增速依然较为匹配，PPI 高企的原因还是在于大宗商品今年以来持续的供需不匹配，所以“保供价稳”依然是今年全年的核心任务。今年以来大宗商品主要受到 4 方面的提振：1) 年初以来全球需求修复较快，需

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_25907

