



盛松成：如何理解央行此次全面降准？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 盛松成、沈新风



中国人民银行决定于 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）。本次降准为全面降准，降准后金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%。降准释放长期资金约 1 万亿元。

我们对资本市场投资者进行了问卷调研，158 位受访者中有约 80% 的人认为本次全面降准超预期。因此，正确理解央行本次降准尤为重要。

首先，目前我国经济恢复不平衡不充分，大宗商品涨价造成中小企业经营成本上升。降准可促进融资成本下降，加大对实体经济特别是对中小微企业的支持。同时，短期通胀压力不大，是当前降准的必要条件。

其次，全面降准可为未来应对美联储货币政策转向预留政策空间。下半年美国有望实现充分就业，并迎来较长时间的繁荣期。届时美联储退出刺激政策会使中美利差收窄，资金流向逆转，热钱流出我国。降准可能推动利率一定程度下降，减缓热钱流入，为我国未来货币政策转向预留空间，减缓未来人民币贬值的压力。

再次，降准有助于缓解市场流动性趋紧。目前商业银行超储率较低，存贷比处于高位。下半年 MLF 到期数量高达 4.15 万亿元，远高于上半年的 1 万亿元。

此外，目前中小银行经营压力与地方政府债务风险并存。为市场注入流动性有利于防范金融风险。

一、中国经济仍在恢复中，而美国货币政策转向在即

结构上看，我国经济在恢复中仍然存在不平衡、不充分、基础不稳固的问题。今年一季度我国 GDP 实际同比增长 18.3%，整体延续了去年三季度以来的复苏态势，二季度亦有望实现 8% 左右的高增速，但按两年平均增速看一季度仅增长 5%，较 2019 年全年低 1 个百分点。下半年，我国经济增速或降至 5%-7%。首先，从生产法的角度看，一季度第三产业两年平均增速为 4.7%，恢复仍较慢。其次，从支出法的角度看，今年前 5 个月房地产投资和出口增长较快，对经济贡献较大，而消费、基建投资和制造业投资增速仍未恢复至往年同期水平。疫情影响了居民的消费，一季度人均可支配收入两年平均增长 7.0%，而人均消费支出的两年年均增速为 3.9%，

居民消费收入比大幅下降。5月,社会消费品零售总额两年平均增长4.5%,2019年同期该增速为8.6%。其中受疫情影响较大的餐饮收入两年平均仅增长2.5%,旅游市场也恢复缓慢,“五一”假期国内旅游收入1132.3亿元,仅相当于2019年同期的77%。今年1-5月,固定资产投资两年平均增速为4.2%。其中,基建投资两年平均增速为2.6%;5月工业企业利润累计增长83.4%,一季度产能利用率达到77.2%,但结构性问题凸显,利润集中在部分中上游行业,采矿业增长135.5%,黑色及有色金属冶炼加工业增长超过350%。企业投资意愿仍不强,前5个月制造业投资两年平均增速为0.6%,处于较低水平;房地产投资韧性较强,两年平均增速为8.6%,但增速预期回落。过去一年多,全球疫情冲击造成供应链断裂,我国出口超预期高增长,成为经济恢复的重要动力。下半年随着出口基数上升,海外国家如美国经济恢复、供应增加,我国出口替代效应下降,预计出口增速将回落。制造业采购经理指数(PMI)细项指标中,5月和6月新出口订单指数均处于收缩区间,分别为48.3%和48.1%。

我们预计美国经济下半年有望强劲复苏,并迎来较长的繁荣期,美联储可能将很快讨论缩减购债。消费是美国经济主要引擎。5月美国零售和食品服务销售额同比大幅增长27.7%,较2019年也增长了18.4%。6月,美国Markit制造业PMI录得62.1%,创2012年有纪录以来新高。6月非农就业人数增加85万,高于预期,显示经济较快恢复。尽管美国6月失业率小幅回升至5.9%,但4月美国职位空缺数量上升至928.6万,部分岗位工资大幅提升,说明主动失业、求职意愿不足是当前失业率较高的重要

因素。全美 25 个州决定提前叫停联邦政府失业救济金的发放，未来劳动参与率会有所上升。我们跟踪的美国制造商、批发商和零售商补库存周期仍处于恢复中。在此背景下，美联储鹰派声音越来越强。6 月美联储 FOMC 会议将今年的经济预测上调至 7.0%，同时预计年末失业率降至 4.5%。我们预计下半年美联储将开始讨论缩减购债。

二、短期内我国广义通胀压力不大，而市场流动性趋紧

全面通胀压力不大，这是当前降准的必要条件。6 月，我国 CPI 同比增速 1.1%，核心 CPI 同比增速 0.9%，仍维持在较低水平。预计今年全年我国 CPI 同比增速在 2% 左右（政府工作报告提出，全年 CPI 目标为 3% 左右）。6 月我国工业生产者出厂价格指数 PPI 同比增长 8.8%，较 5 月份下降 0.2 个百分点。原油、铜等大宗商品价格上涨，主要受全球经济复苏而供应短缺的影响，同时与美联储的宽松货币政策及市场主体行为有关。大宗商品价格通常全球化定价，我国货币政策对大宗商品价格影响不大。近期，一系列保供稳价措施效果显现，大宗商品价格出现不同程度回落。同时，PPI 和 CPI 的“剪刀差”达到 7.7 个百分点的历史高点。我国较强的供给能力与尚未完全恢复的消费一定程度上抑制了 PPI 向 CPI 传导。目前资产价格也比较平稳。上半年上证指数较去年末温和上涨 3.4%，6 月百城住宅价格指数环比增长 0.36%，同比增长 3.89%，低于居民收入增长速度。

为支持实体经济发展，2020 年下半年以来，商业银行余额存贷比一直保持上升趋势，6 月存贷比已经达到 81.86%。2021 年初以来，各项存款

同比增速明显放缓,降至 10%以下,而信贷同比增速高达 12%以上。同时,2021 年一季度,金融机构超储率仅为 1.5%,为 2019 年中以来的最低值。今年 5 月底以来,DR007 和 R007 在波动中均一定程度上升,尤其是 R007。金融机构借贷成本上升,反映了银行短期资金也较为紧张。下半年政府债发行将加大,同时大量 MLF 到期。截至 7 月 10 日,今年地方政府专项债新增 1.09 万亿元,发行进度为 30%,远低于去年 60%的水平。我们测算下半年 MLF 到期 4.15 万亿元,远高于上半年的 1 万亿元。

三、货币政策需要未雨绸缪

我们认为,央行全面降准有助于促进经济进一步恢复,缓解市场流动性紧张。一方面,降准释放的资金可以置换中期借贷便利(MLF)、增加金融机构的长期资金占比,为金融机构提供长期稳定资金来源,且金融机构每年的资金成本还可下降约 130 亿元,从而增强其服务实体经济的能力,同时也为下半年政府债发行创造有利条件。另一方面,降准可以降低外资流入推高人民币汇率的压力,有利于稳定我国下半年的出口态势。

从长远角度来看,美联储收紧货币政策将对各国带来较大的外溢效应,

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_33330

