



李奇霖：降准的深意



文/新浪财经意见领袖专栏作家 李奇霖

摘要

这一次降准应该是超过了市场预期，此前既没有风声和研究观点提到有降准的可能性，也没有投资者做降准交易。



更重要的是，这次降准规模也超过了市场预期，而且也不是此前认为的定向降准，而是全面降准。

为什么要降准呢？我们能得到的结论是：

1、之所以是降准，而非定向降准，除了定向支持小微企业以外，还有对冲出口，稳住总需求的考虑；

2、降银行负债成本，这是一个非常明确的政策方向；

3、由于存在经济长期转型需求的考虑，对隐性债务的治理和房地产的调控高压还会维持相当长的一段时间。预计未来是一个“结构性紧信用+宽货币”的组合，这个组合对债券市场是非常有利的。

7月9日，央行宣布于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），降准释放长期资金约1万亿元，这距离国常会提到要降准，仅过去2天。

这一次降准应该是超过了市场的预期，此前既没有风声和研究观点提到有降准的可能性，也没有投资者做降准交易。

更重要的是，这次降准规模也超过了市场预期，而且也不是此前认为的定向降准，而是全面降准。

为什么要降准呢？先来看国常会的通稿怎么说的：

“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。”

再来看央行的通稿是怎么说的：

“今年以来部分大宗商品价格持续上涨，一些小微企业面临成本上升

等经营困难，中国坚持货币政策的稳定性、有效性，不搞大水漫灌，而是精准发力，加大对小微企业的支持力度。”

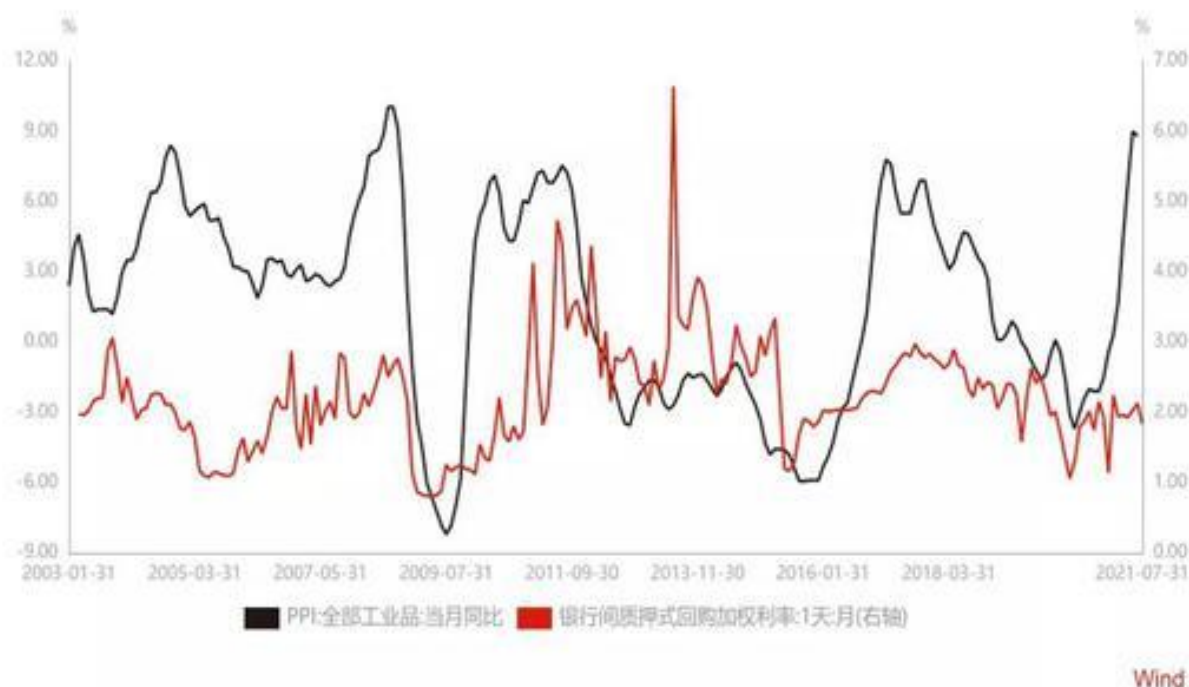
无论是从国常会的通稿还是从央行的通稿来看，这次降准是针对大宗商品来的，目的是为了加强金融对中小企业的支持。

但令人不解的是，大宗商品上涨往往是通胀起来、经济向好的信号，逻辑上来讲，大宗商品涨，应该是收紧货币才对。

事实上来看，过去大宗上涨（PPI 同比向上）和银行间资金利率是正相关关系，但今年以来，这两者开始出现背离，在 PPI 同比向上的时候，资金利率反而下行，央行维持了资金面的宽松。

那么，为什么大宗商品涨，需要央行维持宽松的资金面甚至降准来支持小微企业，二者之间究竟有什么关联呢？

图 1. 过去资金利率和 PPI 正相关，但今年以来二者明显背离



资料来源: wind, 红塔证券

我们先来看看大宗是怎么涨起来的。

任何标的物的上涨，都是供不应求的结果。

从需求来看，美联储直升机撒钱给财政，财政转移给居民，居民因疫情在家里出不去除了必要的储蓄以外，全部转化为“买买买”的需求。另外，“双碳”目标和新能源转型提振了部分稀有金属的需求。

供给端因素要稍微复杂一些。

第一个原因是疫情。东南亚、非洲和部分拉美国家的疫情一直在反复，影响了他们的复工复产，所以这些资源出口国的产出跟不上全球需求扩张的脚步。

第二个原因是企业对未来需求的预期比较谨慎，投资扩产动力不足，供给弹性弱。因为大家都清楚，这次需求和美国印钱的关系很高，一旦不印钱了，需求很快就会降下去，但扩大产能得好几年才能投产，如果那个时候美国不印钱了，又会是过剩产能，所以不如维持供给刚性，任由价格拉高。

第三个原因是在“双碳”目标的约束下，市场对粗钢、电解铝、煤炭等传统大宗商品，有减产预期。

看下来，很容易得出一个结论，那就是供给的弹性很小。而供给弹性小，就意味着需求稍微扩大点，价格就会上得很高，所以我们看到不少大宗商品价格都上升到了历史性高位。

但这还只是静态的供需博弈关系，如果加入预期的因素，结果会更加有趣。

以钢铁为例，我们看到很多政策都有要求，说产出不能增长。但今年前五个月粗钢和钢材的产量同比增长了 13.9% 和 16.8%，实际产量同比增速并不低。

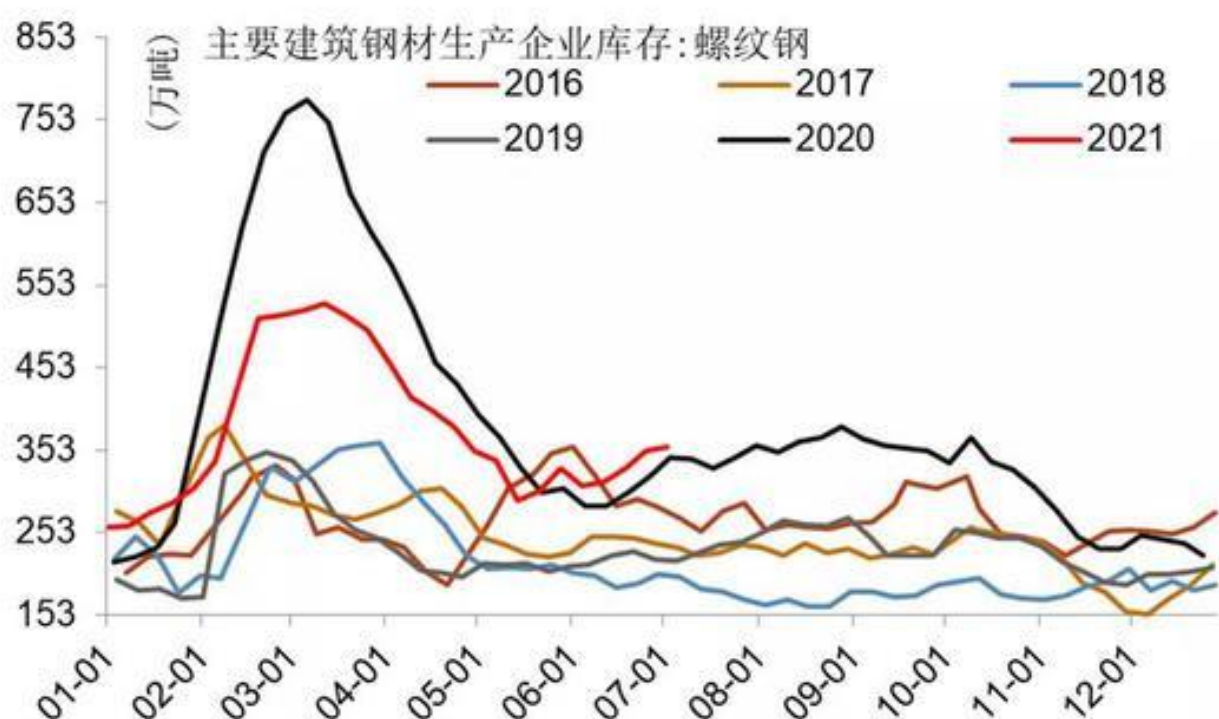
同时，我们可以看到目前全国主要城市建材仓库的主要钢材品种库存、139 家样本建材钢厂的库存、进口铁矿石平均库存可用天数等指标均位于高位。

其实问题就在这里。

现在供需关系紧张只是一方面,如果下游预期未来供需关系会更紧张,他现在就会多囤货。如果贸易商预期未来供给会收缩,他也会囤货,以后卖更贵。

而预期是会自我强化的,价格越涨,越没有货,但不一定是货真的不够,而是“我认为会不够”。

图 2. 钢材生产商的库存并不低



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_33416

