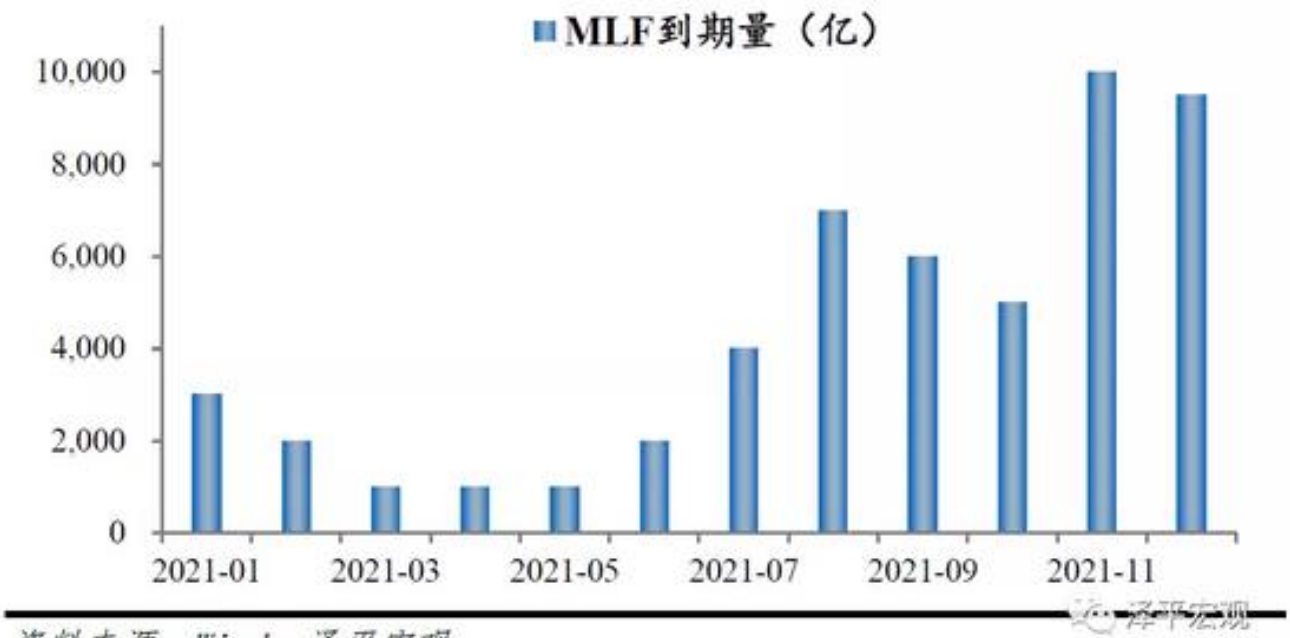
任泽平：解读 77 国常会重提降准

意见领袖 | 任泽平

图表：下半年 MLF 到期量大



资料来源：Wind，泽平宏观

特别鸣谢：曹志楠、彭阳、实习生严子渔对本文数据整理有重要贡献

7 月 7 日，国务院常务会议决定，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，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。

为什么这个时点提降准？很多年轻研究员对后面的经济形势和货币政策要开始不理解了。简单说，根据经济学理论，我们现在处在经济周期的滞胀后期和衰退初期，今年下半年到明年上半年是两期转换时点，经济将逐季放缓，房地产和出口是主要拖累，宽松周期将来未来。

我们在 2019 年初市场流行“洗洗睡”“离场论”的悲观论调时，提出“否极泰来”“未来最好的投资机会就在中国”。

在市场一片乐观声中，我们在 2020 年提出“通胀预期”，2021 年 1 月提出“流动性拐点”。感言，“作为一名老研究员，我记得以前也出现过发新基金爆款、神化明星分析师和基金经理、额度疯抢、推啥啥涨、堵上国运、市梦率之类的现象，后来，就没有后来了……往事如烟，如梦亦如幻。大家都是手艺人，没有神，不要顺境时膨胀，逆境时悲观。对市场多一些敬畏，对人性多一些反思，对经济周期多一些理性，才可能走的更远一些。人生最难的不是战胜市场，而是战胜自己。过往不恋，当下不负，未来不惧。”

生命和研究的意义是什么？我们来过，爱过，然后像风一样逝去。无所从来，亦无所去。舍离一切执着，心无所住。

1　降准必要性：经济边际放缓，经济周期由滞涨向衰退过渡，对冲地方债供给和 MLF 压力，以及上游大宗商品成本上涨对中下游的压力，对冲式降准有一定必要性

1）从基本面来看，三驾马车预示下半年经济放缓，从滞涨后期逐渐向衰退初期过渡，房地产和出口是主要拖累，货币政策逐渐转向宽松。

近几个月来， PMI 新订单、新出口订单、工业生产、投资、社融、房企资金来源等多项反映经济运行指标出现下滑，有的是连续三个月下滑，

https://www.yunbaogao.cn

而大宗商品价格指数则处于近几年高位，拿掉猪以后都是通胀，这是经济周期处于滞胀期的典型特点。从周期阶段判断，我们处在从滞涨后期向衰退初期过度的阶段。

未来经济将逐步放缓，房地产和出口是主要拖累。从消费来看，消费疲软，就业、收入、复苏 K 型分化，未来反弹力度有限。从投资来看，房地产调控加码，融资收紧，销售降温，下半年房地产投资难以持续；制造业投资持续恢复，但上游受环保等约束，下游受大宗商品通胀挤压，制造业投资反弹力度有限；上半年基建投资乏力，为稳杠杆、控制地方政府隐性债务，地方财政空间有限。从出口来看，新出口订单连续两个月落入临界值以下，下半年伴随外需逐渐由耐用品需求转向服务消费需求、海外产能逐渐恢复，出口高增长可能难以持续。

中国经济周期正从滞胀后期向衰退初期过度，宽松周期将来未来。2021 年一季度前后是经济顶，随后回归潜在增长率，增速前高后低。未来经济周期从滞涨后期逐渐向衰退初期过渡，如果确认经济放缓和通胀高点已过，可以适当往中性偏松的区间修正货币政策取向。

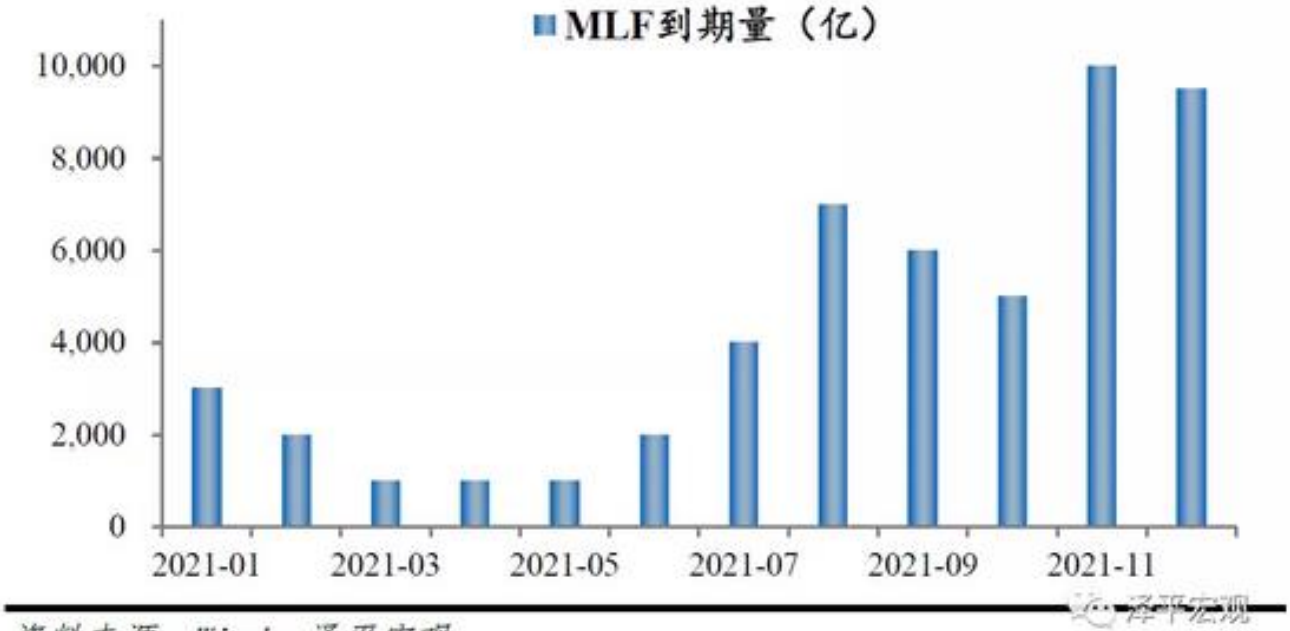
2）从资金面来看，上半年政府专项债发放进度缓慢，未来或加快发行托底经济，叠加 MLF 到期量较大，资金面压力明显。

下半年地方债发行压力和 MLF 续作压力均较大，对资金面构成压力。预计 MLF 到期量合计为 4.15 万亿，其中第三季度到期 1.7 万亿，7 月到期 0.4 万亿；新增地方债总供给约 2.9 万亿，新增地方债第三季度已披露发行

https://www.yunbaogao.cn

计划约 1.4 万亿，7 月已披露新增地方债发行计划近 0.4 万亿。央行多次释放稳货币信号，为对冲银行间市场流动性压力，此时更适合以降准的方式置换 MLF 并对冲政府债供给压力，稳定市场预期。

图表：下半年 MLF 到期量大



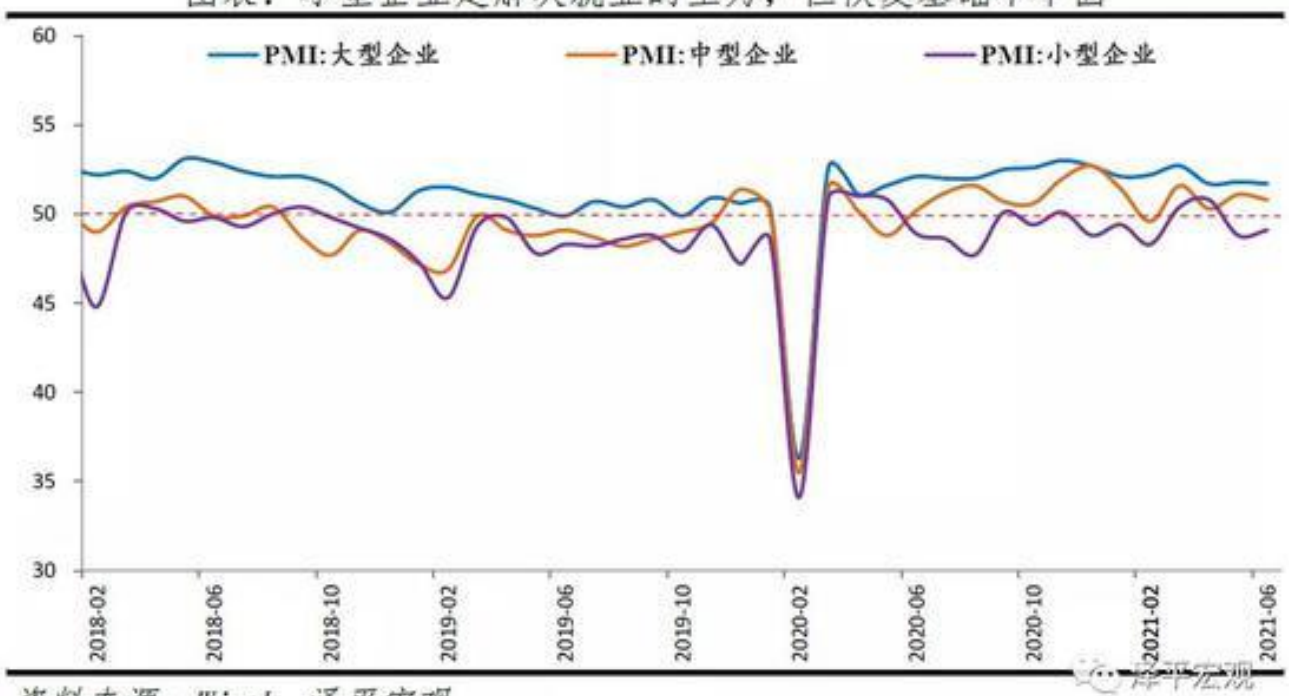
资料来源：Wind，泽平宏观

3）从实体经济来看，上游成本涨价，下游中小企业利润承压。国常会提及“针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响”，关注实体经济尤其中小企业经营困境。

上半年经济 K 型复苏，中小企业经营恢复不牢固，大宗商品上涨，对下游中小企业利润压制显现。 6 月大、中、小型企业 PMI 分别为 51.7%、50.8%和 49.1%，较上月变动-0.1、-0.3 和 0.3 个百分点，小型企业仍在收缩区间。中小企业是解决就业的主力，但恢复基础不牢固。制造业从业人员指数为 48.9%，较上月回升 0.6 个百分点，仍在收缩区间。

6 月 18 日，国务院常务会议部署进一步推动金融机构减费让利惠企利民。7 月 7 日，央行印发《关于深入开展中小微企业金融服务能力提升工程的通知》要求加大对中小微企业的信贷投放，表明政策可能通过定向降准，加大对中小企业支持力度，降低中小企业融资成本，托底就业、居民收入和消费。

图表：小型企业是解决就业的主力，但恢复基础不牢固



资料来源：Wind，泽平宏观

2　降准方式：短期对冲式定向降准概率较大，中期宽松周期将来未来

回顾 2019 年以来五次降准，呈现出货币政策结构性、精准性特点，本次降准若落地，可能会参照 2020 年 3 月，与普惠金融考核挂钩，针对中小微企业的定向降准的形式展开。2019 年以来五次降准可以看出货币政策操作结构性、精准性特点：一是从全面降准逐步过渡到定向降准，二是

释放的超储资金量逐渐降低，2019 年 1 月释放万亿级别流动性，最近一次 2020 年 3 月仅 5500 亿元；三是涉及的降准范围越来越小，并与 MPA 考核相挂钩，体现货币政策精准滴灌作用。

我们判断，此次降准更适合以定向降准的方式落地，支持实体经济与中小企业、置换 MLF 和对冲“财政后置”带来的资金需求、应对经济边际放缓压力。一是定向降准相比于 MLF，可以一次性释放零成本基础货币，目前 MLF 利率 2.95%，降准置换 MLF 有助于进一步降低银行负债成本。二是采用“定向”，发挥结构性货币政策作用，精准滴灌，并配合 MPA 考核等，鼓励中小企业信用扩张。三是引导宽松预期意义更强。相比超额续作、再贷款再贴现等工具，定向降准信号意义更强，有助于缓解市场对下半年经济放缓和资金收紧担忧，重启宽松预期。

释放基础货币不会太多，关键在于稳定市场预期。一次 50bp 的全面降准大约能释放 8-9 千亿元的超额准备金，下半年约有 4.15 万亿 MLF 到期，其中仅 7 月 15 日就有 4000 亿到期，定向降准净投放有限。一方面，目前经济周期处于滞涨的中后期，虽然增长出现了边际放缓，但货币政策并无转向完全宽松的必要。另一方面，央行多次强调“珍惜正常货币政策空间”，在“稳货币、稳信用”的格局下，央行也不可能采取“大水漫灌”方式。

3　降准影响：加大中小企业支持力度，对冲政府债供给与 MLF 到期压力，缓解人民币升值，中期利好股市债市

https://www.yunbaogao.cn

实体经济层面，加大对中小企业信贷支持力度，缓解上游涨价对实体经济尤其中小企业利润的挤压。国常会提及降准是为对冲大宗商品价格上涨对中小企业生产经营的影响，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。

金融机构层面，缓解银行负债端压力，降低实体经济融资成本。从银行角度，今年以来是“稳货币、紧信用”时期，随着信用逐渐收敛，银行存款成本在稳存款稳增长的背景下逐渐抬升，尤其是部分中小银行，揽储能力有限叠加短期定存利率上行，其向中小微企业融资意愿与融资能力均受限。

对通胀影响不大。本轮通胀主因全球复苏共振、供求缺口、美元流动性泛滥，对于我国而言，面对输入型通胀，收紧货币政策对于对抗本轮输入性为主的通胀是无效的，反而会误伤实体经济。而且定向降准属于结构性宽信用，未来如果正式落地，主要作用于受上游涨价影响的中小企业，对通胀影响有限。

中期利好股市。股市反映货币预期，本次国常会提及降准，提振投资

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_33465