



张瑜点评7月7日国常会：  
说了一定就会降准吗？不  
一定！



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张瑜

## 事 项

2021年7月7日国常会召开，要求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。

## 报告正文

一

说了一定就会降吗？不一定

虽然历史普遍是国常会说了就降的，但2020年6月那次国常会提及后并未落地。本次“适时”二字给的也相当宽泛，其实留给了央行相机抉择的灵活度。

适时降准的目标是降综合融资成本，特别点出是为了小微。如果目标可以通过其他方式达到，降准也有做不做的灵活空间。

二

否定几种观点

首先，有声音说是为了缓和汇率，这样对出口有好处。货币政策独立性意义大于汇率，央行明确表达汇率弹性加大作为自动稳定器的作用，为

了汇率动货币政策，稍微有一些本末倒置，应该并非当下政策的考量。

其次，有声音说是为了配合财政专项债发行，这也似乎不是主要因素。三季度专项债发行并非天量，目前看发行计划仅比去年同期多一两千亿（今年 1.1-1.3 万亿，去年同期 1.1 万亿）。这个增量在过去几年也不算大（2019、2020 季度新发比上年同期增量在 4000~6000 亿）。由于地产信用的退坡和按揭额度的压缩，结构上银行余量吃掉这些专项债的压力并不是非常大。再者说做 MLF 也可以解决这些问题。

图表 1 三季度专项债发行同比增量增加幅度有限

新增专项债(亿元)	Q1	Q2	Q3	Q4	合计
2018	0	412	12066	729	13207
2019	6660	7206.46	7431.44	190	21488
2020	10829	11484	11339	2367	36019
2021E	264	9879	13000-15000	10000-14000	36500

资料来源: Wind, 华创证券

再次，有声音认为是不是信用风险加剧，宽松做准备，这一点无法明确验证，2018 年信用风险那么大，也不是降准可以解决的。

最后，有声音认为是先降后面才有加的空间。内需目前的状况是不均衡显著，出口掉下来再能收紧的概率目前看遥远且渺茫。国常会也在降准之前提了货币政策稳定，宏观跨期调控也提了几年了，珍惜中国的政策空间也是一再提及。我们认为这个逻辑似乎无法与决策的思路一脉相承。

### 三

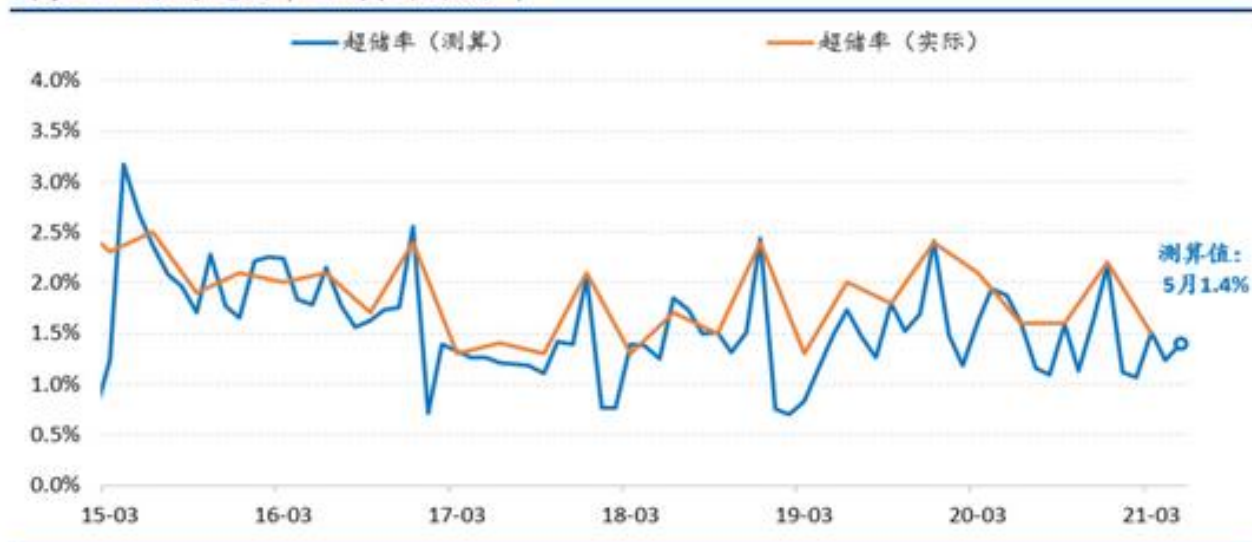
到底为什么？为了小微

最主要的理由应该是支持小微。虽然今年经济好于去年，但小微经营状况是比去年更难的。小微现在面临三重挤压——需求方面内需不好、供给方面原料价格都在涨、社保不减免约等于边际加税。

小微直接等同于民生就业稳定性，虽然下半年政策以稳为主，以静制动，但基本就业盘面还是需要稳住。

银行目前由于银根不松，超储率比较低，赚钱的按揭不让做，小微天然坏账率高且收益低，银行可能做小微的动能又不强。如推不动银行做小微，需要额外政策辅助配套。

图表 2 银行超储率当前在较低水平



资料来源: Wind, 华创证券

#### 四

如果做，可能怎么做？

最大的概率是定向降准配合精准直达工具支持小微（下半年 MLF 到期

比较高，替换 MLF 的概率也有)，且规模估计比较有限。

## 五

是货币政策转向吗？尚不是

如果是目的明确的配合直达小微，那么仍然算结构性信用工具。不应过度解读。央行目前引导市场看货币政策方向还是 DR007 和政策利率调整。

当下的确经济基本面下行开启，但再差能有 2020 年疫情时候差？疫情的宽松尚且有限，又能指望下半年有多宽松？这个需要客观冷静思量。

## 六

利率可能怎么走？

类滞胀+防范外部风险+货币政策转向不明确+专项债发行持续到四季度的大环境下，下半年利率依然看宽幅震荡。当下是内外宏观信号繁杂混乱之际，以稳为主。

## 七

**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\\_33512](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33512)

