

2021年7月12日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0015179

邮箱: liuwenbo@jinxinqh.com



超预期的社融和降准

内容提要

1) 6月社融超预期,表内人民币贷款是社融超预期的主要贡献,信用债融资条件改善和专项债发行提速也有所助力。实体融资仍然向好,受到制造业、小微企业信贷政策支持、以及专项债发行提速推动基建配套贷款的支撑,票据贷款冲量反映政策对实体融资支持较强。今年上半年“局部信用收缩”是关键词,随着高基数效应消退、财政后置特征下政府债券发行提速,以及专项债发行加快进一步带动基建领域融资需求,下半年社融收缩节奏放缓,广义流动性趋于好转。

2) 此次超预期降准意在降低企业融资成本,缓解经济发展不均衡的现状,巩固经济的修复。而当前时点落地也意在对冲7月中缴税和MLF放量到期带来的资金缺口,缓解资金面的不确定性,避免流动性的剧烈波动,仍具有置换MLF到期的含义。

此次降准将释放1万亿资金,而7月份将有4000亿元MLF到期,三季度MLF到期量高达1.7万亿,从资金面缺口来看,央行对超储率水平仍有一定掌控,未必带来流动性过剩问题,“坚持不搞大水漫灌”仍是政策要求。内外部约束下货币政策更多的是原有稳增长周期的延续,而非开启新的宽松周期,资金利率预计仍将围绕政策利率附近波动。

3) 下半年经济动能边际放缓,尤其四季度外需回落压力较大,但下半年宏观调控政策边际放松,降准落地引导企业融资成本降低、巩固经济的修复,财政后置发力空间较大,广义流动性有望好转,经济结构更加均衡,经济全年实质下行压力不大。

对于资产价格来说,降准落地打开长端利率下行空间,但政策利率仍是底部约束,目前仍看不到OMO、MLF利率下调的可能,降准对长端利率的指示关键在于降准对央行资产负债表的影响。对于股市来看,超预期的降准从情绪上来说对股市存在正向推动,利好流动性敏感的板块,但也可能引发市场对经济下行的担忧,通缩交易下对经济增长主导的板块行情不利。不过社融增速超预期有助于降低市场对基本面和宏观流动性的担忧,随着下半年社融收缩节奏放缓、广义流动性逐步好转,对股市仍有一定支撑作用。

风险提示

美联储QE退出进度超预期,地方债供给节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

目录

一、 6月社融超预期，下半年广义流动性趋于好转	2
二、 全面降准超预期	5
1. 为何在此时点降准?	6
2. 为何是全面降准?	7
3. 是否是新的宽松周期的开启?	8
三、 降准落地股债影响几何?	9
重要提示	11

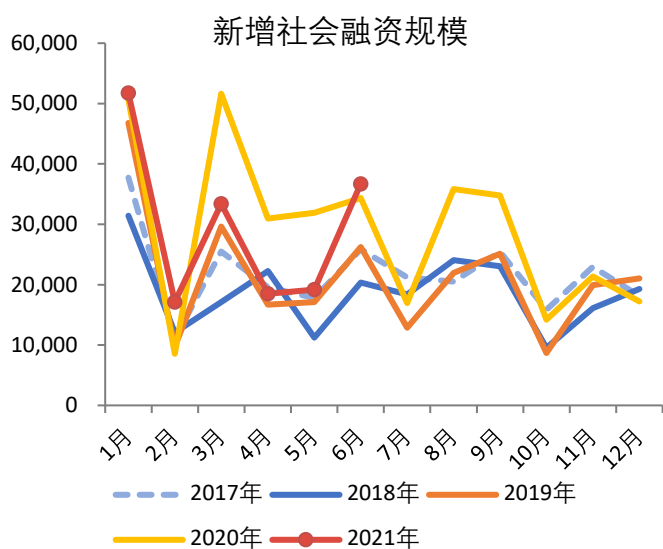
一、 6月社融超预期，下半年广义流动性趋于好转

央行公布 2021 年 6 月金融数据：

- (1) 新增人民币贷款 21200 亿元，市场预期 17700 亿元，前值 15000 亿元。
- (2) 社会融资规模 36700 亿元，市场预期 30200 亿元，前值 19205 亿元。
- (3) M2 同比 8.6%，市场预期 8.3%，前值 8.3%；M1 同比 5.5%，前值 6.1%。

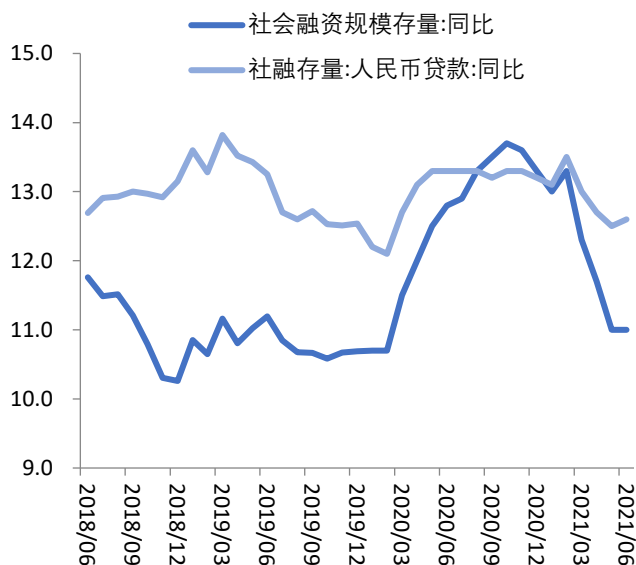
6 月社融超预期，实体融资仍然向好，下半年社融收缩节奏放缓，广义流动性趋于好转。中国 6 月社会融资规模增量为 3.67 万亿，较去年同比多增 2008 亿，存量同比增速 11%，较上月持平。表内人民币贷款是社融超预期的主要贡献，信用债融资条件改善和专项债发行提速也有所助力。表内来看，企业中长贷继续维持同比多增的趋势，实体融资仍然向好，受到制造业、小微企业信贷政策支持、以及专项债发行提速推动基建配套贷款的支撑。本月票据贷款冲量也对表内贷款超预期有所贡献，也反映政策对实体融资支持较强。居民中长贷第二个月同比少增，反映房地产宏观审慎政策下银行房贷额度趋紧、地产销售趋于弱化。

图 1：6 月新增社融超预期回升（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

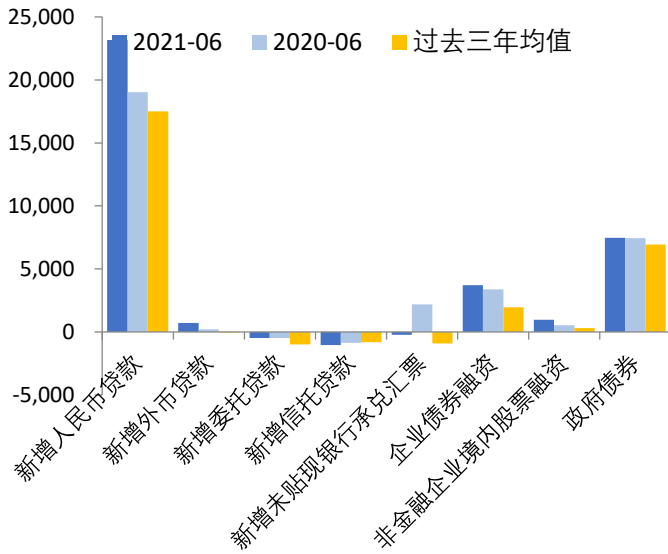
图 2：社融存量增速回落节奏放缓（%）



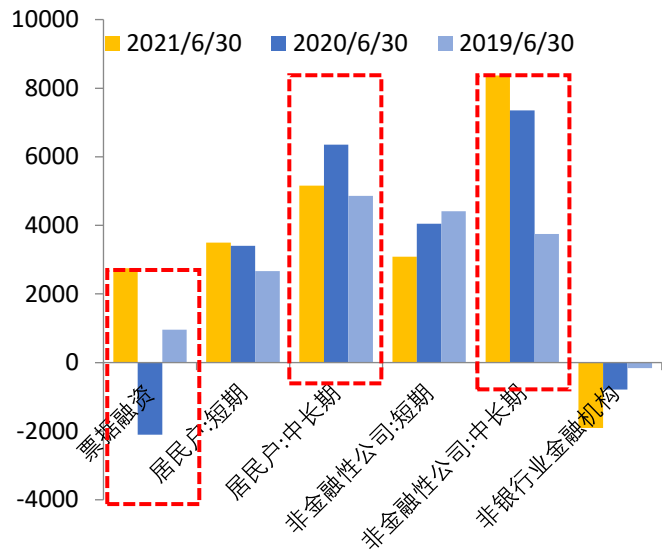
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：表内贷款是社融超预期的主要贡献（亿元）

图 4：实体融资依然向好（%）



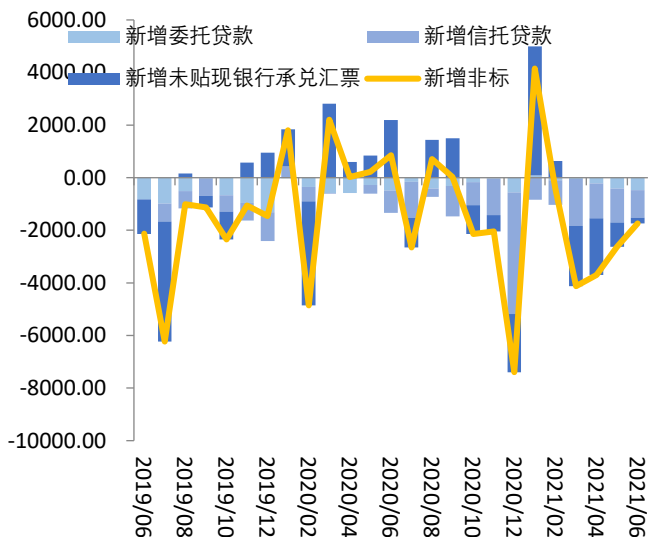
资料来源：Wind，优财研究院



资料来源：Wind，优财研究院

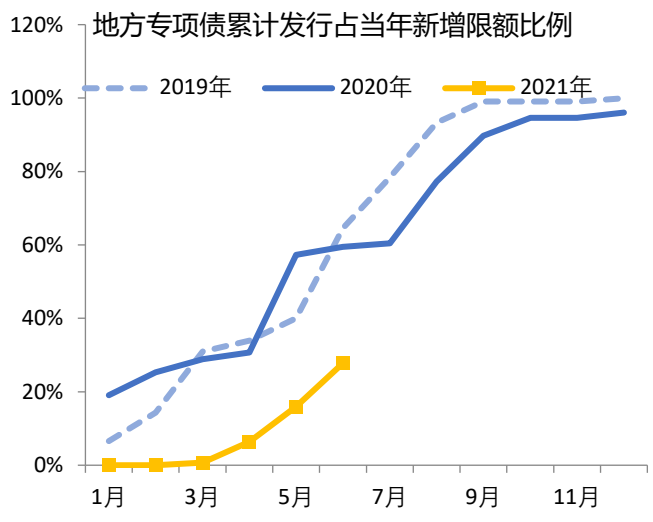
今年上半年“局部信用收缩”是关键词，受到去年高基数、房地产三道红线、地方隐性债务约束以及地方债发行后置的影响，宏观流动性快速收紧。今年3、4、5月社融分别同比大幅少增1.8、1.3和1.27万亿元，收缩力度超出市场预期。且信用分化明显，表内信贷不弱且结构向好，但城投融资条件偏紧、信托贷款持续压降，信用局部收缩。

图 5：非标融资负增长逐渐好转（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：上半年专项债发行进度偏慢（%）

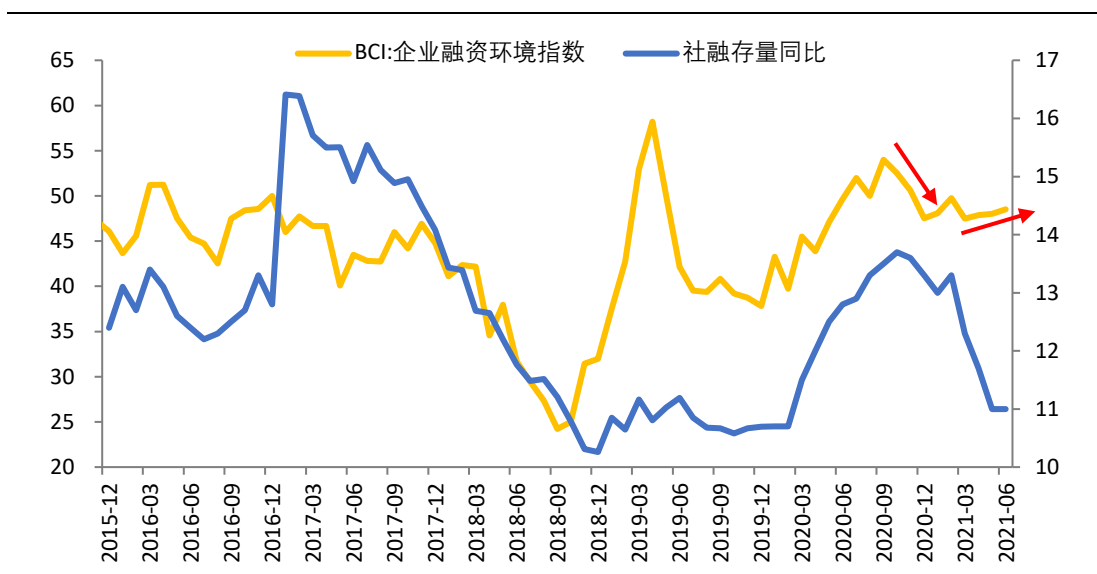


资料来源：Wind，优财研究院

下半年信用收缩压力减弱，广义流动性好转。随着下半年高基数效应消退、财

政后置特征下政府债券发行提速，以及专项债发行加快进一步带动基建领域融资需求，信用收缩压力减弱，预计下半年信用收缩节奏有望放缓，四季度或企稳略反弹，广义流动性好转。而从对社融增速存在领先意义的 BCI 企业融资环境指数来看也可印证，其本轮顶部于 2020 年 9 月出现，意味着此后企业融资环境最宽松的时期已经过去，而 5 月以来企业融资环境指数小幅企稳，下半年企业融资环境或将一定程度上边际转暖。

图 7：企业融资环境指数 VS 社融存量增速（%）



资料来源：Wind，优财研究院

二、全面降准超预期

7月7日国务院常务会议指出，“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，促进融资成本稳中有降”。

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），释放近1万亿元资金。

从国常会预告到宣布降准仅隔两天，降准时点和降准范围超出预期，政策降成本的决心强于预期。

1. 为何在此时点降准？

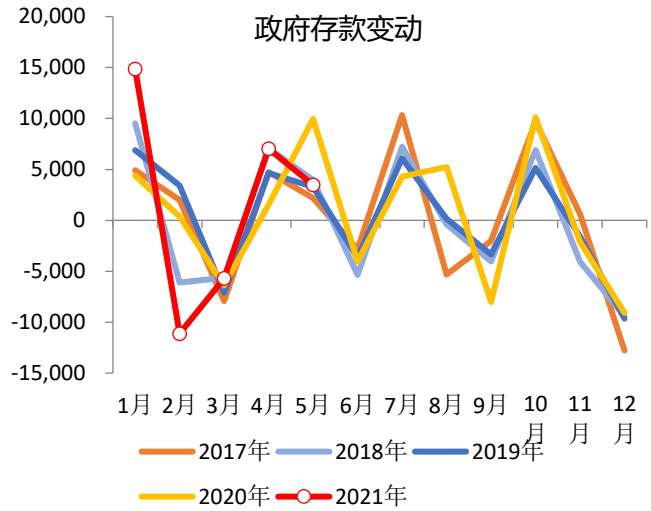
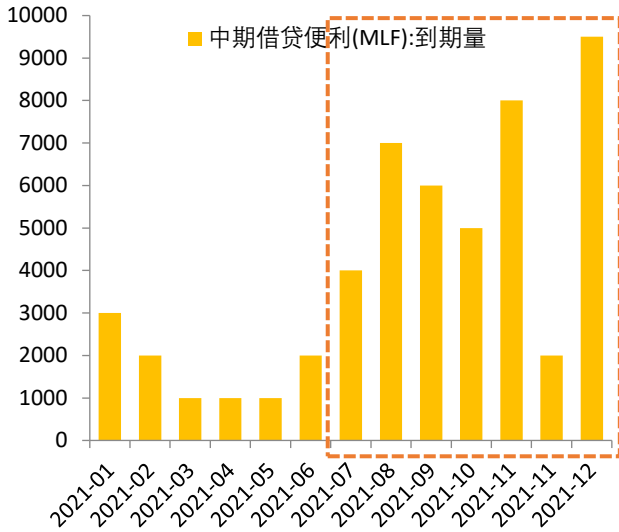
此时降准一方面实现降成本诉求，另一方面也对冲7月中缴税和MLF放量到期带来的资金缺口，一定程度上可以缓解资金面的不确定性，避免流动性的剧烈波动，从6月中下旬开始的央行操作中可以感受到货币政策维稳的积极性在明显增强，货币政策“以稳为主”、流动性维稳态度下资金面大幅收紧的概率偏低。

1) **降成本诉求**：不同于以往需求端引发的通胀会导致货币政策收紧，此次大宗价格上涨下企业成本压力增大，挤压企业利润并影响企业生产经营，不利于经济复苏的巩固。因而货币政策反而需要保持流动性合理充裕，来保证企业的运营环境，通过引导社会融资成本下降来缓解企业成本端压力。

2) **对冲月中缴税和MLF放量到期带来的资金面不稳定性**：根据央行措辞表示，此次降准释放的一部分资金将用于置换MLF，还有一部分资金用于弥补7月中下旬税期高峰带来的流动性缺口。7月15日将有4000亿元MLF到期，同时也是7月缴税截止日，且7月为传统的季初缴税大月，财政存款增加额在6000-7000亿元左右，将对银行间流动性形成明显抽离作用，两者形成的基础货币缺口将对资金面造成一定的冲击。

图 8：下半年是 MLF 到期高峰（亿元）

图 9：7 月缴税大月，财政存款显著增加（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

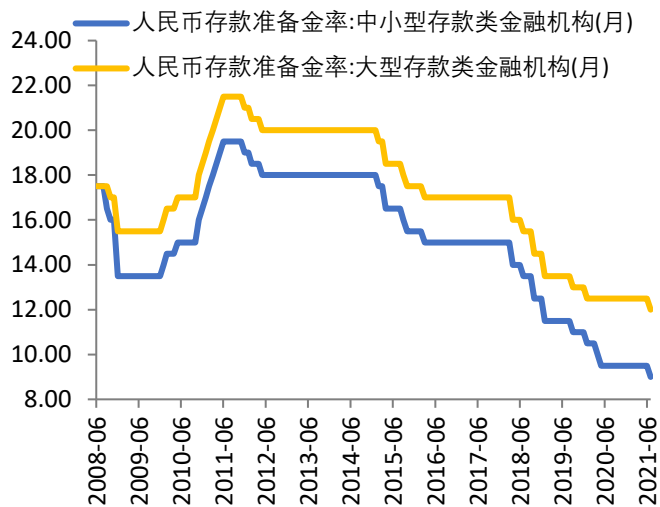
资料来源：Wind，优财研究院

2. 为何是全面降准？

由于国常会强调“货币政策稳定性、有效性”，市场普遍预期降成本目标下结构性货币政策或是主要着力点，定向降准的概率较高，因而此次全面降准超出市场预期。

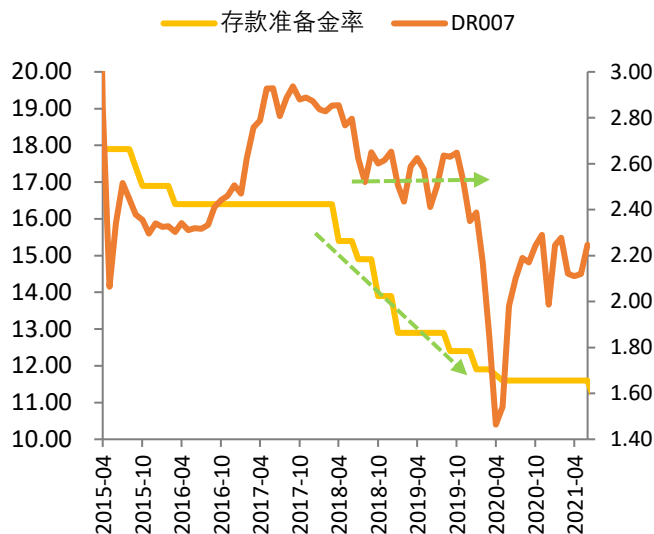
其主要原因在于，1) 自 2019 年以来的多次定向降准后，中小型存款类金融机构、尤其是如农信社、农商行等金融机构的存款准备金率已降至较低水平，央行称“保持在这一低水平有利于金融机构兼顾支持实体经济和自身稳健经营”，因此这些县域金融机构的存款准备金率进一步下降的空间较小。2) 近两年来，大型商业银行的小微企业贷款占比持续提升，因此对这部分银行相应降低准备金率也有利于其对小微企业的进一步支持。

图 10: 存款准备金率 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 11: 资金面和降准并无绝对关系 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

3. 是否是新的宽松周期的开启?

降准并非开启新的宽松周期，市场利率仍围绕政策利率附近波动。此次降准更多意在降低企业融资成本，缓解经济发展不均衡的现状，巩固经济的修复。但“跨周期调节”和“保持宏观杠杆率基本稳定”的目标决定央行维稳仍然有度，货币政策过强的宽松预期反而容易催生杠杆和资产泡沫，强化经济的不均衡发展，“坚持不搞大水漫灌”仍是政策要求。

在工业品通胀仍维持高位、宏观杠杆率压降的内部约束，以及海外美联储 QE 退出的外部约束下，货币政策更多的是原有稳增长周期的延续，而非开启新的宽松周期，尚未看到 OMO、MLF 降息的苗头。

资金面与降准并无绝对相关性，央行“引导市场利率围绕政策利率附近波动”的操作目标下，资金利率预计仍以平稳为主。此次降准将释放 1 万亿资金，而 7 月份将有 4000 亿元 MLF 到期，三季度 MLF 到期量高达 1.7 万亿，从资金面缺口来看，

央行对超储率水平仍有一定掌控，未必带来流动性过剩问题，或也不需要过度理解降准的政策信号。

三、 降准落地股债影响几何？

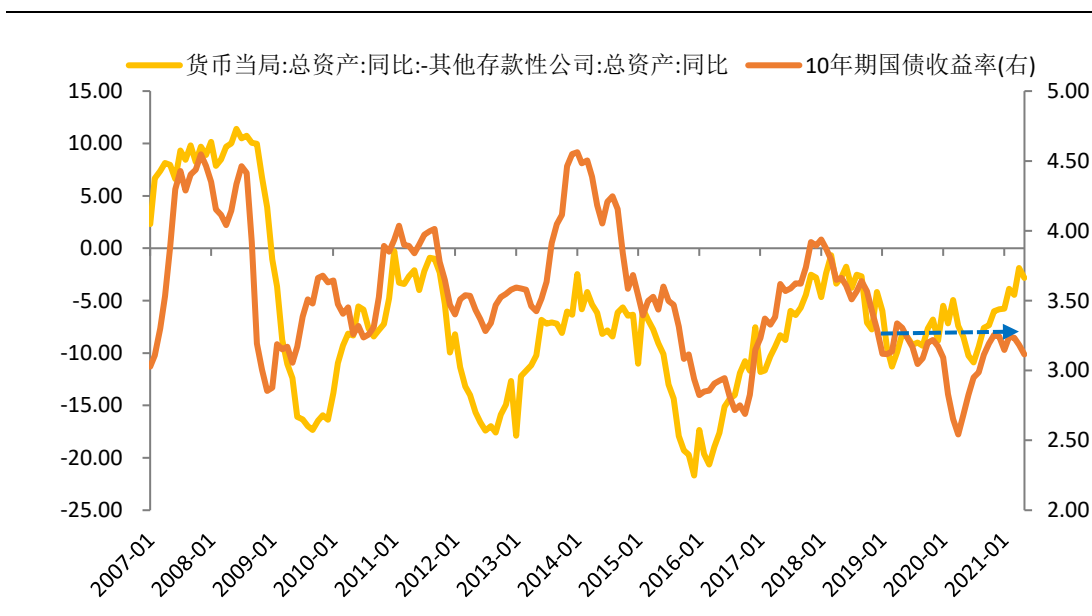
此次降准更多意在降低企业融资成本，缓解经济发展不均衡的现状，并巩固经济的修复。下半年经济动能边际放缓，尤其四季度外需回落压力较大，但下半年宏观调控政策边际放松，财政后置发力空间较大，广义流动性有望好转，经济结构将更加均衡，经济全年实质下行压力不大。未来可能还会有碳减排再贷款等新型工具推出，存款加点改革和地方债市场化发行进一步推进下，有望引导更多主体的融资成本下行。

降准对长端利率的指示关键在于降准对央行资产负债表的影响。从历史经验来看，央行降准往往对应着央行的缩表，以及商业银行的扩表，因此货币当局和其他存款性公司的总资产增速差往往会快速回落，也带动利率的同步下行。但2019年起，央行降准并没有引发央行与商业银行的资产增速差的回落，反而是保持震荡，此时利率也保持整体震荡的格局，因此降准与利率下行并没有绝对的关系，更关键的在于降准在央行的资产负债表的表现。

降准落地打开长端利率下行空间，但政策利率仍是底部约束。此次超预期的降准显示货币政策降成本、稳增长的决心比市场预期更加坚决，这有利于打开长端利率下行空间，长端收益率挑战3%关口成功概率大增。但本次降准提法并非新宽松周期的开启，而是原有复苏周期下政策支持的巩固和加强，目前仍看不到OMO、MLF利率下调的可能，因此长端利率仍面临底部约束，2.95%的1年期MLF政策利率将成为

新的偏下限位置，靴子落地后利率进一步下行空间可能不会太大。

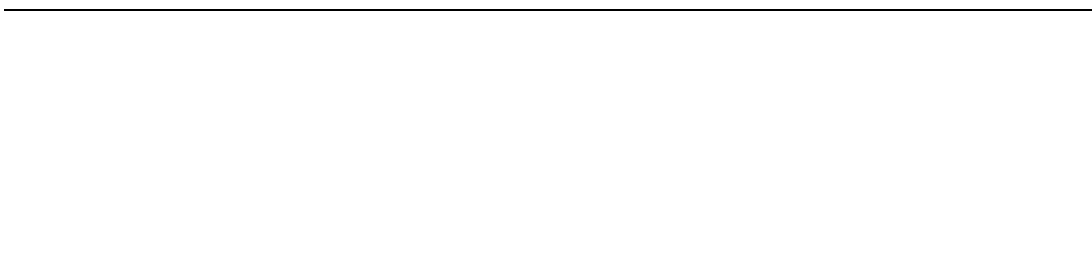
图 12：央行资产负债表对长端利率的指示（元）

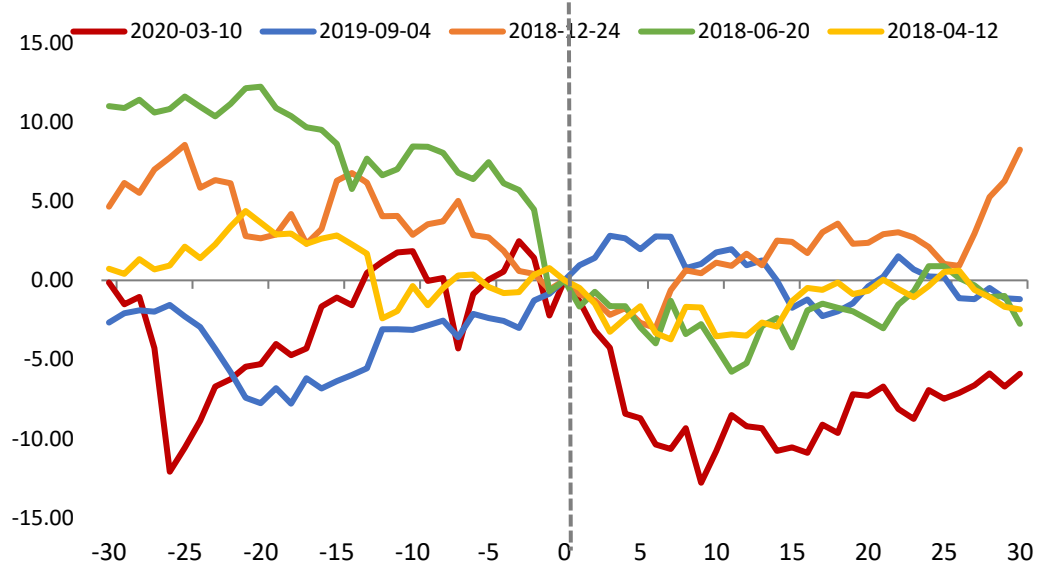


资料来源：Wind，优财研究院

历次降准后股市表现整体涨跌不一，下半年广义流动性好转或有支撑。股市近日表现戏剧性十足，本次降准超出预期，从情绪上来说对股市存在正向推动，尤其是对流动性敏感的股票表现会相对更好。但超预期的降准也可能引发市场对经济下行的担忧，通缩交易下对经济增长主导的板块行情不利。不过社融增速超预期有助于降低市场对基本面和宏观流动性的担忧，随着下半年社融收缩节奏放缓、广义流动性逐步好转，对股市仍有一定支撑作用。

图 13：历次“预告降准”后股市表现（%）





资料来源: Wind, 优财研究院

重要提示

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>