

國務院常務會議7月7日提出，要「適時運用降準等貨幣政策工具」。國常會仍然關注大宗商品價格上漲對企業成本、企業生產等的負面影響，相應地要求貨幣政策在堅持「不搞大水漫灌」的基礎上，保持貨幣政策穩定性、增強有效性，適時運用降準等貨幣政策工具，進一步加強金融對實體經濟特別是中小企業的支持，促進綜合融資成本穩中有降。國務院今年首次提及降準大超市場預期，債市夜盤也大幅上漲。如何理解國常會提及降準？後續降準是否會落地？將以何種方式降準？

# 適時降準的三個猜想



▲對於中國下半年貨幣政策而言，即便經濟動能面臨走弱風險，貨幣政策大概率也是難以明顯放鬆的。

明若觀火



明明

中信證券固定收益首席研究員

當前的中國經濟，一方面，經濟增長略低於預期，5月數據顯示經濟仍處在向上修復的過程中，但投資和消費的修復斜率略

低於預期，出口增速有所回落。另一方面，儘管油價短期波動較大，但中長期油價中樞或處中高位的，通脹隱憂仍存。

## 通脹壓力不可小覷

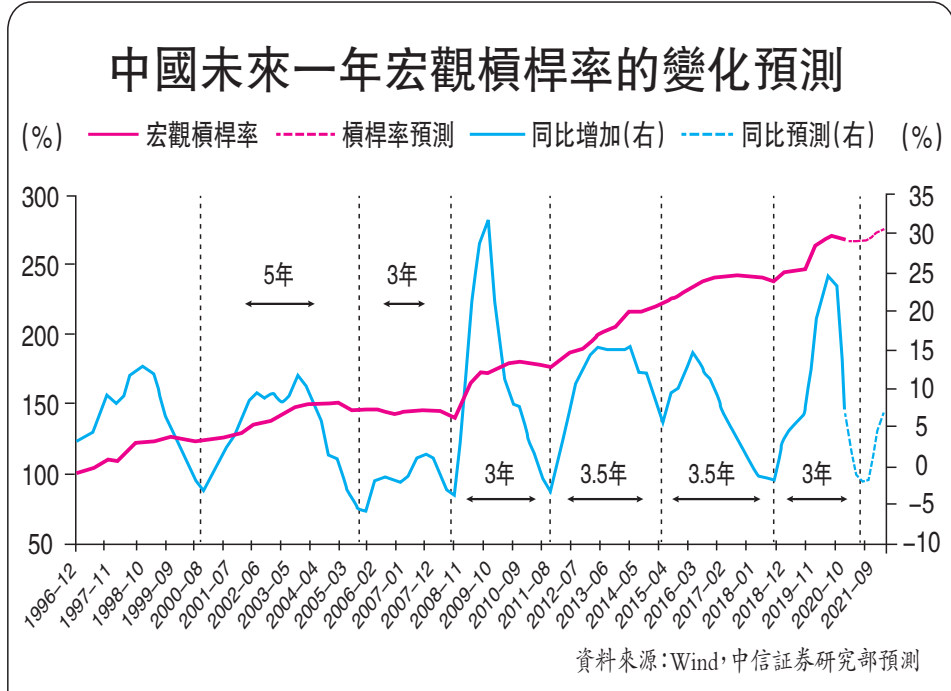
財政方面，上半年在穩增長與防風險的權衡中，財政更強調防風險，這也意味着下半年財政的子彈充足。5月財政存款餘額大幅超過季節性水平近6000億元（人民幣，下同）；地方債發行雖然遲到，但不會缺席，下半年財政空間將處於非常充足的狀態。儘管上半年發債和支出的積極性有所下降，但若下半年經濟動能拐點出現，財政政策的發力速度可能會顯著加快。

貨幣方面，對於下半年而言，即便經濟動能面臨走弱風險，貨幣政策大概率也是難以明顯放鬆的：貨幣政策自2018年開始就進入了寬鬆周期，珍惜政策空間意味着央行子彈有限。「跨周期」的思路意味着央行貨幣政策的波動顯著下降。央行對通脹的態度已經發生了邊際的變化。當前超儲率或已降至較低水平，資金面在關鍵時點的波動可能有所增加。

在經濟增長低於預期，通脹隱憂仍存的環境下，「貨幣穩健+財政發力」的政策組合或許是下半年好的選擇。在財政子彈相對充足，貨幣空間有限的情況下，廣義財政可能會在未來承擔更多穩增長的職能，債務周期年底或將再度進入擴張周期。若今年下半年，尤其是四季度經濟增長動力趨弱，但通脹隱憂仍然存在的情況下，當前並非開啟新一輪貨幣寬鬆周期的好時機。

2020年國常會提及降準後並沒有降準落地。2018年以來國常會多次提及降準，在2020年之前央行均快速相應、降準迅速落地；但2020年6月國常會提及降準後央行並沒有推出降準政策。從此前降準落地的國常會表述來看，2020年6月之前國常會提及降準均非常明確，直接提及「運用/出清/實施/完善定向降準或普惠金融定向降準」，而2020年6月份國常會則籠統提及「綜合運用降準、再貸款等工具」，這一表述區別在於2020年6月前國常會明確降準，但2020年6月只是例舉降準這一貨幣政策工具。回到2021年7月7日的表述，「適時運用降準等貨幣政策工具」可能更傾向於降低企業綜合融資成本的貨幣政策工具的籠統表述，並不意味著一定會政策落地。

結合此前經濟基本面和政策邏輯來看，此次降準並非一定落地：一方面，從當前經濟基本面向來，儘管經濟增長可能存在壓力，但是通脹壓力同樣不可



資料來源：Wind，中信證券研究部預測

小覷，在這種情況下運用總量層面的貨幣政策工具或將有進一步推升通脹的可能；另一方面，當前貨幣政策空間總體有限，但財政政策彈藥充足，而且財政政策本身具有結構性特徵，在定向支持方面更具有優勢。因此，全面的降準政策並非一定落地，相應地，在特定時期內，針對受大宗商品價格上漲影響生產經營的小微企業實施金融機構優惠準備金率，給予金融機構考核激勵或也是一種政策選擇。

## 加大對中小微企支持

國常會提出適時運用降準等貨幣政策工具的目的是進一步加強金融對實體經濟特別是中小微企業的支持，促進綜合融資成本穩中有降。因而筆者認為如果降準會落地，也大概率會是以支持小微企業降成本為目標的定向降準。央行目前已有的定向降準分為兩類——對中小銀行的定向降準和普惠金融定向降準，也不排除央行創設全新的對小微企業定向降準或對綠色減碳領域的定向降準。

### 猜測一：對中小銀行定向降準

2018年以來結構性、定向性貨幣政策層出不窮，加大對小微企業支持力度的降準方式典型的是對中小銀行定向降準。由於農村金融是近年發放小微企業貸款的主力，從2019年5月央行定向降準並確立「三檔兩優」的存款準備金新框架起，對中小銀行的定向降準就成為央行的常用工具。最近一次對中小銀行定向降準是2020年4月，對農村信用社、農村商業銀行、農村合作銀行、村鎮銀行和僅在省級行政區域內經營的城市商業銀行定向下調存款準備金率1個百分點，於4月15日和5月15日分兩次實施到位，每次下調0.5個百分點，共釋放長期資金約4000億元。

如果降準目標是為支持小微企業，則降準力度大概率也與2020年4月接近，即對小型銀行下調存款準備金率1個百分點、分兩次實施到位，釋放資金規模在4000億元至5000億元左右。若採用對中

小銀行定向降準的方式，釋放的流動性規模較小且有寬信用效果，降準對債市的影響較為中性。

### 猜測二：類似普惠金融定向降準

除了在「三檔」的框架下對中小銀行定向降準，還可能在「兩優」的框架下加大對普惠金融定向降準或針對小微企業、綠色減碳企業的定向降準。

自2017年宣布完善普惠金融定向降準考核制度以來，2018年和2019年連續兩年在1月25日（春節前）實施了普惠金融定向降準政策，2020年由於春節假期和新冠疫情的影響，普惠金融定向降準推遲到3月16日落地實施。2021年至今未有普惠金融定向降準的新聞通知發布，不排除再適時適度調整普惠金融定向降準的考核條件，加大準備金率優惠力度。

除了針對普惠小微金融貸款的定向降準外，也不排除央行順勢設立支持碳減排貨幣政策工具，將綠色貸款、破中和債等納入優惠準備金率的考核，對綠色減碳貸款等進行定向降準。類似於2018年7月5日央行下調國有大中型商業銀行、股份制商業銀行、郵政儲蓄銀行、城市商業銀行、非縣城農村商業銀行、外資銀行人民幣存款準備金率0.5個百分點，支持市場化法治化「債轉股」和小微企業融資。從定向降準幅度上看，大概率也是0.5個百分點降準，規模可能接近萬億，但可能分批下達。若採用普惠金融定向降準的方式，釋放的流動性規模較小且有寬信用效果，降準對債市的影響較為中性。

### 猜測三：降準置換MLF（中期借貸便利）

2018年央行兩次降準置換MLF。2018年4月央行降準1個百分點，各銀行使用降準釋放的資金償還其所借央行的MLF。這一政策的背景同樣是在信用增速下降背景下，央行引導金融機構加大對小微企業的支持力度，降準置換MLF平滑了降準釋放資金的節奏，也減少了MLF集中到期的壓力。2018年10月，為了降低融資成本，引導金融機構繼續加

## 貨幣政策「以我為主」

鍾言譚論



鍾正生

平安證券首席經濟學家

人民銀行貨幣政策委員會6月28日召開二季度例會，引人關注的是在會議通告中加入了「防範外部衝擊」和「促進內外平衡」的表述。下半年外部的一大潛在衝擊是美聯儲啟動貨幣政策正常化，那麼中國貨幣政策是否應當跟隨以「防範外部衝擊」？基於以下新變化，筆者認為，下半年貨幣政策應堅持「以我為主」。

「搶跑」固然不必，是否跟隨亦需再行觀察，而聚焦中國經濟的「短板」，維持足夠程度的「托底」，應該成為「以我為主」的最主要考量之一。

美債利率上行的衝擊減弱。今年4月以來，10年美債收益率從1.74%高點震盪回落，截至7月5日下降到1.44%。筆者認為，美債收益率回落的原因主要在於，拜登的財政刺激計劃無法在兩黨取得一致，兩黨反覆拉扯後刺激方案規模不斷縮水。6月17日美國FOMC議息會議後，美債實際收益率曲線明顯平坦化，美債收益率反映的通脹預期也顯著回落，表明市場對美國經濟的長期信心已經減弱。目前，美債收益率反映的通脹預期已經低於今年3月末的水平，說明市場更傾向於認為當前美國通脹走高是暫時的，全球經濟增長動能需要在中長期逐步恢復。

人民幣匯率可發揮調節作用。下半年美債收益率開啟新一波上行仍是我們的基準預測。不過，筆者認為利率上行的速度不會太快。如果年內10年美債利率上行至2%，中國10年國債利率以3%為下限，那麼中美利差將壓縮至100個基點。這仍屬於2011年以來的中等偏低水平，本身還是有一定安全墊的。同時，下半年貨幣政策可以通過允許人民幣適當貶值進行調整，而不必亦步亦趨地跟隨美聯儲而

動。這也是人行二季度貨幣政策例會在人民幣匯率部分新增的提法「促進內外平衡」。

## 警惕信用債風險

融資成本仍有降低訴求。人行二季度貨幣政策例會仍然延續了「推動實際貸款利率進一步降低」的說法。當前（至少結構性地）繼續降低融資成本的訴求至少來自三個方面：其一，產業鏈的下游存在明顯短板；其二，進一步改善就業從而提振消費，需要給企業注入更強信心；其三，民營企業流動性狀況仍有待呵護。在現代貨幣政策框架下，逆回購利率開始更多與融資成本掛鉤，在降低實體經濟融資成本的訴求下，短期政策利率不會輕易上調。

此外還需指出兩點：一、貨幣政策收緊應對通脹主要是作用於國內的投資消費需求，因此並不是治理當前高通脹問題的對症之舉。二、儘管今年財政政策呈顯著後置，給下半年穩增長預留了空間，但財政拉動基建的空間受到地方政府債務嚴監管的約束，仍然需要貨幣政策在「穩增長」中發揮穩定作用。

### 局部信用風險仍需警惕：

(1) 信用分層特徵突出。信用債的尾部風險提高，同時，市場對較高評級信用債的追捧「扎堆」也加大了流動性風險向信用風險傳導的能力。

(2) 信用評級「擠泡沫」可能加速尾部風險暴露。

(3) 下半年「穩信用」壓力不小：一方面，下半年（尤其三季度）信用債到期量仍然不小，部分低評級主體的再融資能力還會受到考驗。另一方面，今年是資管新規過渡期的最後一年，同時信託業「兩壓一降」繼續開展，意味著表外資產仍有硬性壓降壓力。而下半年是表內信貸投放的淡季，在企業債券融資和表外融資存在局部收縮壓力的情況下，更加需要穩信用配合。

## 租金反彈 創半年新高

樓市智庫



陳永傑

中原亞太區副主席兼住宅部總裁

本港接種新冠疫苗已超過300多萬劑，部分行業生意漸告回穩，但整體接種人數

仍然較外國遜色，如果香港有500萬人接種疫苗，相信距離通關通航之日不遠。在疫情之下，中原城市租金指數（CRI）難能可貴地低位反彈，比CRI走勢更強的樓價指數中原城市領先指數（CCL），料後市更佳。

疫苗接種層面擴大經已穩住香港經濟陣腳，逐漸擺脫新冠肺炎的影響，經濟正從低位反彈。本港住宅樓價儘管受到疫情衝擊，去年基本上打橫行格局，未見明顯跌幅。至於住宅租金方面，這一年多無可否認曾經呈現跌勢，但自今年初亦開始止跌回升，扭轉了去年弱勢。

繼1999年創製中原城市指數（CCI）及中原城市領先指數（CCL）、2016年推出中原經紀人指數（CSI）、2017年推出中原估價指數（主要銀行）（CVI）之後，中原地產持續研製全新樓市指數，命名為「中原城市租金指數」（CRI），已於今年6月10日問世。

較早之前公布的CRI首次點數

為113.26點，創六個月新高，按月上升0.87%，重返去年12月113.21點水平，確認租金擺脫連續三個月徘徊於111點谷底水平。5月份租金升勢擴大，按月升幅為近十個月最大，且連升三個月共1.96%，有跡象顯示租金順利進入復甦階段。

## 下半年樓價料升一成

香港經濟已跟隨外圍環境回穩，CRI更能在疫市中尋底後回升，經濟改善相信帶動未來租金走勢穩步向好，三季度有望重返2020年暑期高位115.47點，暫時相差1.91%。

政府統計處公布，5月份整體消費物價(CPI)按年上升1%，升幅高於4月份的0.8%。剔除所有政府一次性紓困措施的影響，5月基本通脹率為0.2%，4月份為0.1%，反映通脹漸漸升溫，會蠶食港人的財富。美國可能約兩年後輕微加息，市民應該對投資多加注意。

經濟漸漸改善、結婚人數開始增加、分支家庭自然會增多和出生率回升，對於租樓買樓需求會上升。渡過了最壞時刻，筆者預計今年本港租金和樓價也會重拾升軌。新簽訂租約不容易再有減租個案，CRI會默默向上游，間接會推高樓價。估計今年餘下時間，本港租金和樓價分別會再上升5%及10%。

大對小微企業、民營企業及創新型企業支持力度，央行再次降準1個百分點置換MLF到期。

2021年下半年起MLF到期量大增，逐漸成為市場對資金面擔憂的因素之一。2021年下半年共有4.15萬億元MLF到期，到期規模大小與2018年二季度至四季度的MLF到期規模4.1萬億元接近。

當前銀行一般存款規模約200萬億元，央行若採取降準置換MLF的方式，則筆者認為更大概率是降準1個百分點並按月分攤置換MLF到期規模，屆時再小幅續作MLF，可實現壓縮MLF存量、平穩資金面的效果。若降準置換MLF，銀行間流動性或延續平穩，對債市影響更為正面，利率或將突破關鍵點位。