# 国常会提降准事件点评——降准置换 MLF，经济疲弱是根本

2021 年 7 月 8 日

研究员：吕洁
执业编号：F0269991
投资咨询号：Z0002739
研究员：陈艺鑫
联系方式：0571-28132591

## 事件：国常会首次提及降准

### 1. 事件点评

我们认为央行之所以在国常会上首次提出降准，直接原因是迫于 MLF 到期还款压力，缓解下半年的商业银行资金周转带来流动性风险。但是，其背后却折射出我国经济复苏的疲弱，国债将持续走牛。

### 2. 国债怎么看：债牛进行时

**我们认为不论央行干预与否，国债价格持续上涨已经不可逆，债券将迎来不输于 2018 年的牛市，建议债市适当回调即可做多 T2109 或 T2112。**

### 3. 股指怎么看：美股风险未释放，A 股难起

**我们认为，当前 A 股的主要分歧仍然在美股，由于沪深 300 和上证 50 机构投资者对标美债收益率，中证 500 等成长股的机构投资者对标中债收益率，只有当美股风险充分释放使 A 股迎来黎明前的黑暗，未来 A 股上涨的动能才会越大，否则即便短期的上涨和反弹也是不健康的。**

### 4. 核心风险

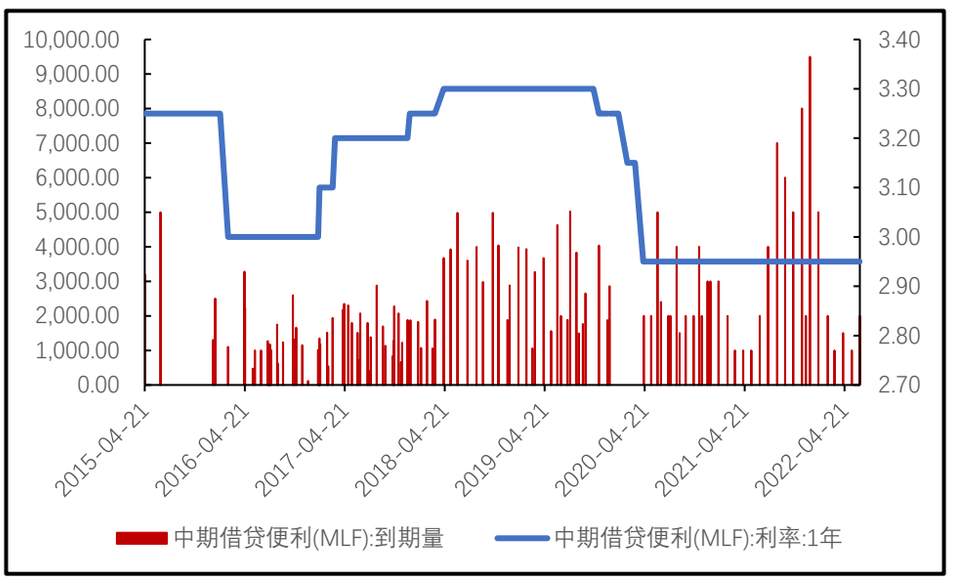
（1） 疫情反复；
（2） 资源出口国爆发动乱或战争；
（3） 碳中和执行力度弱于预期。

信达期货有限公司
CINDA FUTURES CO., LTD
杭州市萧山区宁围街道利一路
188 号天人大厦 19-20 层
全国统一服务电话：
4006-728-728
信达期货网址：
www.cindaqh.com

## 1. 央行为什么要计划通过降准置换 MLF?

我们认为央行之所以在国常会上首次提出降准，主要原因是从现在开始到 2021 年年底有高达 4.15 万亿的 1 年期 MLF 面临到期风险，而由于社融和贷款同比分别持续下降至 11%和 1.35%，信贷需求持续疲弱，目前 MLF 的利率高达 2.95%，仅仅略微低于 10 年期国债收益率的 2.98%，高于 1 年期 SHIBOR 的 2.89%，2021 年商业银行偿还 4.15 万亿美元面临一定的还款压力，因此为了规避金融系统性风险，央行计划通过降准来规避 2021 年下半年的流动性风险。

**图 1： 2021 年 7 月 15 日-2021 年 12 月 31 日 MLF 预计到期量高达 4.15 万亿元**




数据来源：Wind，信达期货研究发展中心

**图 2：10 年期国债收益率跌破 3%，1 年 Shibor 低于 MLF 利率**

数据来源：wind，信达期货研究发展中心

## 2. 提及“降准”背后是经济复苏疲弱，债牛持续

**我们认为虽然央行降准的直接目的是为了缓解银行资金周转的压力，但是银行资金周转压力增大背后反映的是我国经济复苏预期持续疲弱。**从最新公布的 PMI 数据可以看出，2021 年 6 月我国制造业 PMI 回落至 50.9 逼近枯荣线，非制造业 PMI 回落至 53.5，从 2021 年 3 月以来我国 PMI 已经遭遇连续 3 个月的下滑。而 PMI 作为我国经济运行状况的最重要的领先指标，其背后折射出我国经济的疲弱，以及通胀上升对下游企业利润的压缩。

对此，我们不妨做一个情景分析：

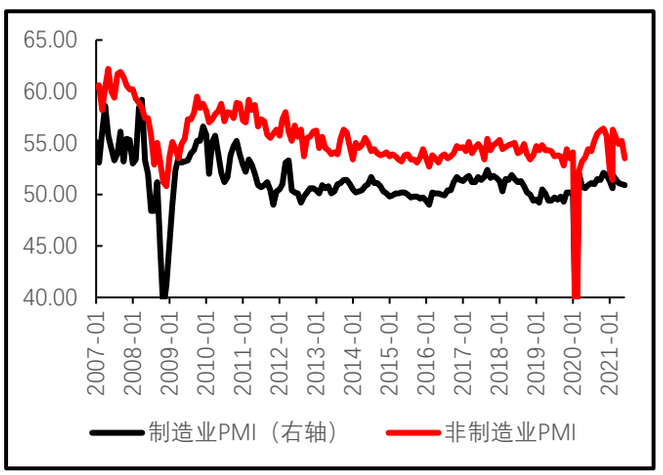
**（1）情景 1：MLF 不续期，央行降准不兑现**

假设我国在 2021 年下半年货币政策仍然维持中性，公开市场操作规模没有显著性放大，我国经济疲弱是大概率事件。由于过度的财政刺激导致美国财政入不敷出，捉襟见肘，下半年美国财政补贴收缩将是大概率事件，此时必然影响我国低端加工产品（对应美国耐用消费品和非耐用消费品）的同比增速下滑，我国疫情以来屡超预期的出口同比将大概率大幅受挫。

**（2）情景 2：央行主动实施宽松的货币政策**

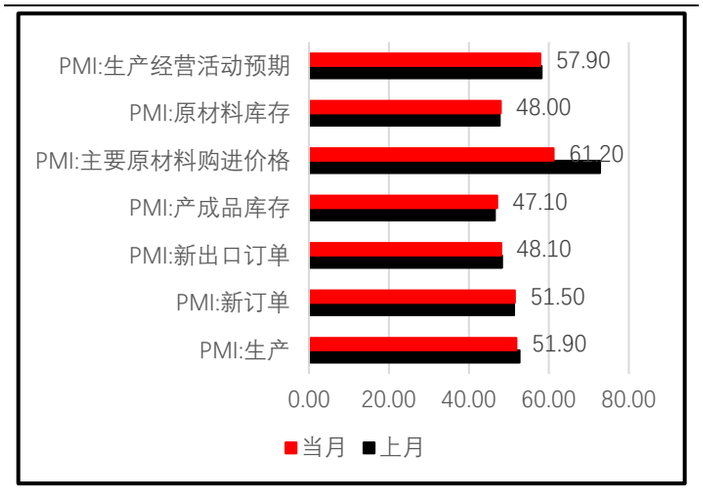
如果央行降准或者加码公开市场操作的购债规模，流动性的宽松将导致市场交易出的国债收益率进一步下降，而信用债存在债务违约风险（类似 2010 年欧债危机）仍然没有起色，社融存量同比增速也在短期内不可能向上，10 年期国债利率将持续向下甚至向 2.5%逼近。

**图 3：我国经济复苏疲弱**




数据来源：wind，信达期货研究发展中心

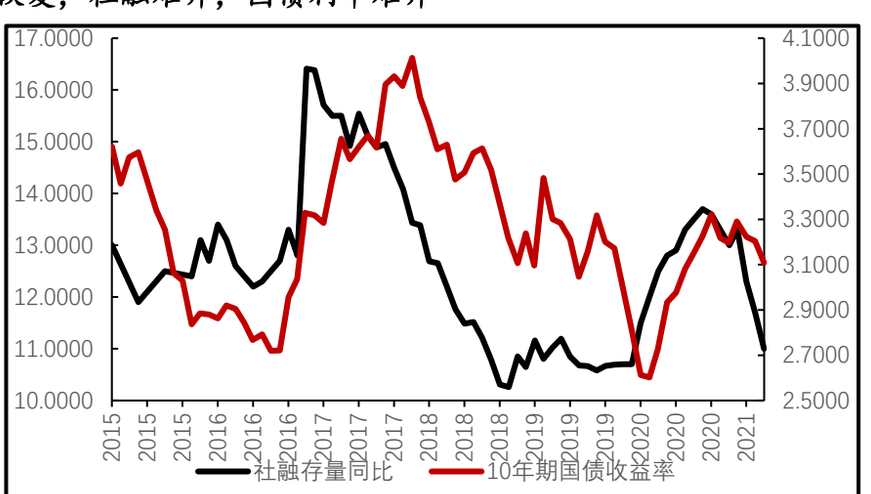
**图 4：2021 年下半年我国经济复苏疲弱将兑现**




数据来源：wind，信达期货研究发展中心

**因此，我们认为不论央行干预与否，国债价格持续上涨已经不可逆，债券将迎来不输于 2018 年的牛市，建议债市适当回调即可做多 T2109 或 T2112。**

**图 5：信用债市场不恢复，社融难升，国债利率难升**




数据来源：wind，信达期货研究发展中心

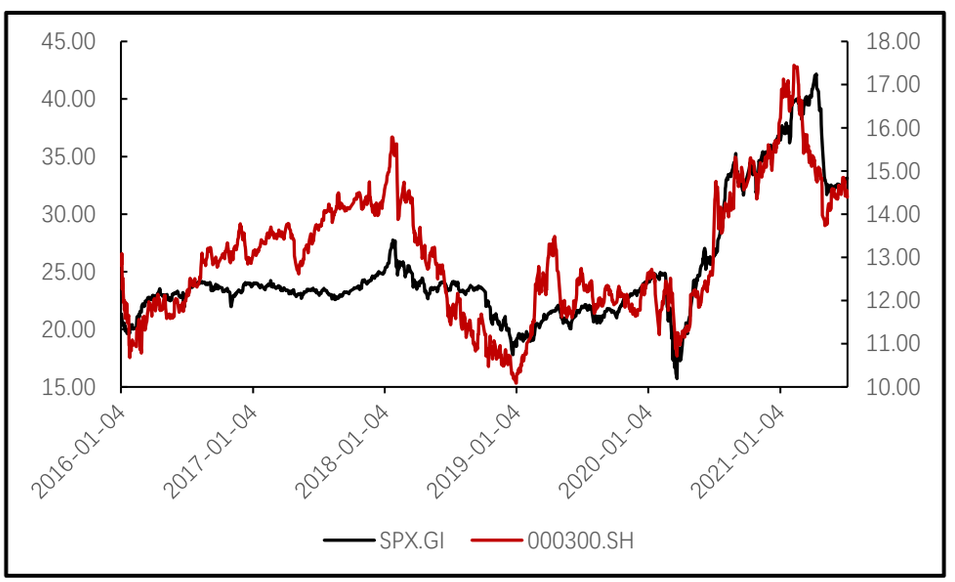
## 3.美股风险未释放，A 股难起

我们在《股市长牛专题一：从利率和信用周期看股指绝对涨跌》一文中反复强调：顺周期（央行维持货币政策中性）时，上证 50 和沪深 300 股指贴现率与 10 年期国债收益率负相关，即利率上升股价上涨；逆周期（央行主动收紧或宽松）时，上证 50 和沪深 300 贴现率与 10 年期国债收益率正相关，即利率下降股价上涨。

既然当前 A 股处于顺周期向逆周期逐步转换的分叉路口，经济持续疲弱导致国债收益率持续下降是大概率事件。如果央行降准预期兑现或者扩大公开市场操作的规模，沪深 300、上证 50 和中证 500 就会触底反转上涨；如果央行降准没有兑现，经济持续疲弱必然导致近期高估值创业板龙头和新能源板块的杀跌，沪深 300 和上证 50 之前通过春季躁动上升的估值将进一步向中证 500 回归。

**我们认为，当前 A 股的主要分歧仍然在美股，由于沪深 300 和上证 50 机构投资者对标美债收益率，中证 500 等成长股的机构投资者对标中债收益率，只有当美股风险充分释放使 A 股迎来黎明前的黑暗，未来 A 股上涨的动能才会越大，否则即便短期的上涨和反弹也是不健康的。**

**图 6：美股估值处于历史高位，风险并没有释放**




注：4 月美股杀估值仅仅是相对去年低基数的业绩恢复，风险并没有有效释放

数据来源：wind，信达期货研究发展中心

# 【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378，由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您提供最优的服务。公司总部设在杭州，下设 16 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建、宁波 7 家分公司以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳 9 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

# 【雄厚金融央企背景】

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

## 【全国分支机构】

| | | | |
|---|---|---|---|
| 分公司 | 金华 | 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 | 0579-82300876 |
| | 台州 | 浙江省台州市路桥区路北街道双水路 669 号华能国际 10-2 室 | 0576-82921160 |
| | 深圳 | 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A | 0755-83739066 |
| | 苏州 | 苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室 | 0512-62732060 |
| | 四川 | 成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号 | 028-85597078 |
| | 福建 | 厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元 | 0592-5150160 |
| | 宁波 | 浙江省宁波市鄞州区姚隘路 796 号 9 楼 9-3-2、9-4 室 | 0574-28839988 |
| 营业部 | 北京 | 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 | 010-64101771 |
| | 上海 | 中国（上海）自由贸易试验区民生路 118 号 2201A | 021-58307723 |
| | 广州 | 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 | 020-89814589 |
| | 沈阳 | 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 | 024-31061955 |
| | 哈尔滨 | 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 | 0451-87222486 |
| | 石家庄 | 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 | 0311-89691960 |
| | 大连 | 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2408 房间 | 0411-84807776 |
| | 乐清 | 浙江省温州市乐清市城东街道旭阳路 6688 号总部经济园 2 幢 803-1 室 | 0577-27868777 |
| | 富阳 | 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 | 0571-23255888 |

## 【重要声明】

- 报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。期市有风险，入市需谨慎。
- 未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。