

宏观动态跟踪报告

“适时降准”五问

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事项：

12月3日下午，总理会见国际货币基金组织总裁时指出，“围绕市场主体需求制定政策，运用多种货币工具，适时降准”。

平安观点：

- **1、为何再提“适时降准”？** 一是，供给约束放松带来的经济回温尚不稳固，经济增长的结构问题依然突出。二是，配合防范化解金融风险。12月3日恒大正式债务违约，并宣布启动境外债务重组。部分企业风险出清之下，货币政策有必要配合性地宽松，对冲潜在的金融风险。
- **2、货币宽松有无掣肘？** 一是，11月以来黑色商品与原油产业链价格调整，PPI通胀高点已现，货币宽松的空间逐渐打开。二是，通过释放人民币汇率调节内外平衡的潜力，我国的货币政策具备“以我为主”的调节空间。
- **3、“适时降准”如何落地？** 考虑到本次会见级别较高、12月MLF续作窗口期将至、且2022年春节时点较早，降准或较快推出。就降准方式而言，当前央行对于贷款资金流向的引导能力加强，大行在普惠金融领域发挥“头雁作用”，我们倾向于央行全面降准的可能性较大。
- **4、宽松可否继续演绎？** 从稳定宏观杠杆率和防范系统性风险的角度看，后续货币政策还有加码宽松的必要性。不过，降息的全局性较强，需等待经济下行压力加大的信号。
- **5、资本市场如何表现？** 对债券市场而言，本次降准的影响或远不及今年7月的降准，近三个月市场已经围绕降准预期反复博弈多次，预计降准落地的信息将很快被市场消化。后续博弈的重点或在于降准后“宽信用”效果如何，“宽货币”政策能否继续演绎，但中长期利率水平中枢下移过程中仍有机会。股票市场岁末年初之际的“春季躁动”行情或将前置。
- **本次总理再提“适时降准”，主要是基于我国经济总量上回温尚不稳固，结构上薄弱环节仍然突出的问题；恒大正式违约之下，为防范化解金融风险，货币政策也有必要配合性地宽松。就货币宽松的掣肘而言，PPI通胀拐点将至，人民币汇率走势偏强，货币政策宽松仍有空间。本次“适时降准”落地或较迅速，而央行对于贷款资金流向的引导能力加强，大行在普惠金融领域发挥“头雁作用”，大概率将以全面降准的形式推出。后续看，货币政策有加码宽松的必要性，但降息的全局性较强，仍需等待经济下行压力加大的信号。**
- **风险提示：新冠疫情恶化，监管政策超预期收紧，美联储快速收紧货币等**

12月3日下午，总理会见国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃指出，面对复杂环境和新的下行压力，中国将继续统筹疫情防控和经济社会发展，实施稳定的宏观政策，加强针对性和有效性。继续实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，围绕市场主体需求制定政策，运用多种货币工具，适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度，促进综合融资成本稳中有降，确保经济平稳健康运行。本文重点对总理为何再提“适时降准”、货币宽松有无掣肘、适时降准如何落地、宽松可否进一步演绎、股债市场如何表现五个问题做出回答。

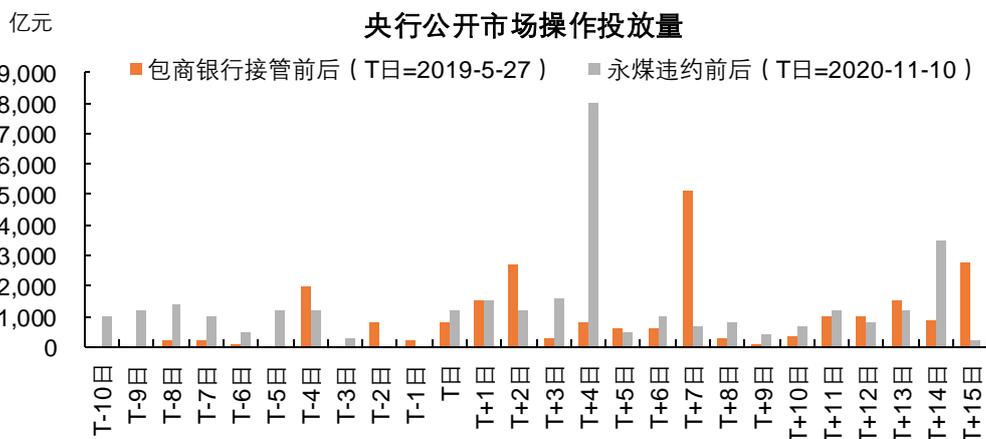
一、为何再提“适时降准”？

首先是，供给约束放松带来的经济回温尚不稳固，结构问题依然突出。四季度以来，煤炭保供稳价加码，生产端能耗双控边际放松，经济呈现出回温的态势，10月份工业增加值两年复合增速与工业企业利润增速均回暖。然而，供给约束放松带来的经济回温基础并不牢固，可持续性也不强，三季度货币政策执行报告中亦提出“国内经济恢复发展面临一些阶段性、结构性、周期性因素制约”。而结构上看，利润仍集中于国有企业与上游及中游原材料行业，和疫情前的2019年同期相比，民营企业仍是各所有制企业中回款能力改善最慢的、去杠杆压力最大的。2022年中国出口增长将面临回落，这将给中下游企业带来更大的压力，需要政策未雨绸缪。

总理近期在国常会中多次提及小微企业相关减税降费和纾困政策。10月20日国常会中提及“加大对中小微企业纾困的政策支持力度”；10月27日国常会中提及“部署对制造业中小微企业等实施阶段性税收缓缴措施”；11月3日国常会中提及“切实帮助市场主体纾困解难……面对经济新的下行压力 and 市场主体新困难，有效实施预调微调。”12月1日国常会中提及“要贯彻党中央、国务院部署，按照保市场主体的要求，依法依规加大对拖欠中小企业账款的整治力度。”此次会见中，总理再次提及“加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度”，体现了政策对经济薄弱环节的重点关注。

其次，恒大正式开启风险处置工作后，货币政策也有必要加强配合，避免资产价格剧烈波动引发潜在金融风险。12月3日，恒大对一笔2.6亿美元债务未能履行担保义务，并宣布启动境外债务重组，正式坐实债务违约，“一行两会”纷纷做出回应以稳定市场情绪。央行有关负责人表示“短期个别房企出现风险，不会影响中长期市场的正常融资功能”；证监会表示“支持房地产企业合理正常融资，促进资本市场和房地产市场平稳健康发展”；银保监会表示“在落实房地产金融审慎管理的前提下，指导银行保险机构做好对房地产和建筑业的金融服务”。央行此前在三季度货币政策执行报告中强调“防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”。2019年“包商银行接管事件”，2020年“永煤违约事件”信用风险冲击之下，市场一度出现资金紧张态势，央行的公开市场操作明显加大了资金投放力度，助力防风险与稳定市场情绪。

图表1 信用风险冲击之下，央行公开市场操作加大资金投放



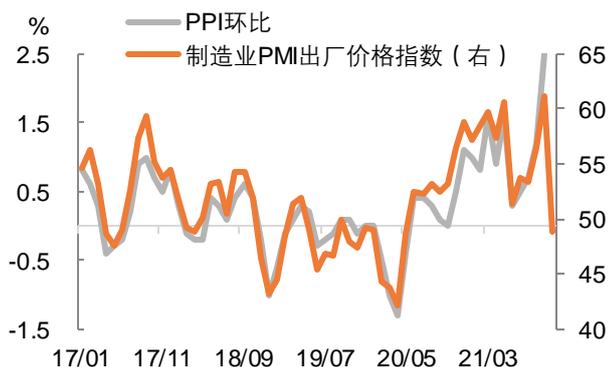
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、货币宽松有无掣肘？

一是，黑色商品与原油产业链价格调整，PPI 通胀拐点将至，货币宽松的空间逐渐打开。自 10 月下旬以来，发改委加码保供稳价，动力煤期货价格大跌，现货价格也缓慢下滑；焦煤、焦炭及螺纹钢等其他黑色系商品在动力煤大跌的情绪影响下，也出现较大幅度的调整。国际原油受 OPEC+增产预期与新冠变种病毒疫情蔓延的影响，亦出现了较深的跌幅。这两方面因素已体现在统计局 11 月 30 日公布的制造业 PMI 中，出厂价格分项指数环比回落 12.2 至 48.9；主要原材料购进价格分项大幅下降 19.2 至 52.9，二者均达到 2020 年 6 月以来最低点。由于 PPI 环比和制造业 PMI 出厂价格指数有很强同步性，11 月 PPI 或从 10 月 13.5%下行至 12.8%，货币宽松的空间逐步打开。

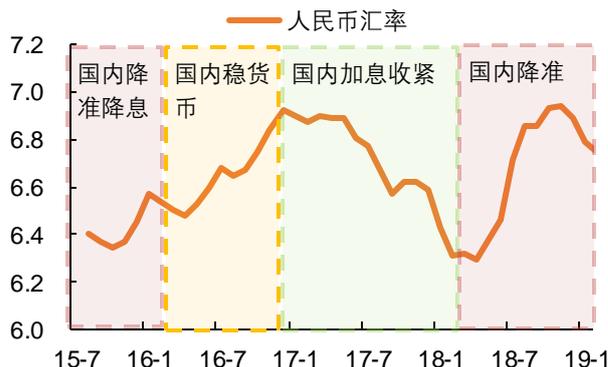
二是，货币政策“以我为主”，人民币汇率助力调节内外平衡。美联储本轮货币政策收紧的节奏或有提速，但如通过释放人民币汇率调节内外平衡的潜力，我国的货币政策具备“以我为主”的调节空间。**1)** 回顾 2008 年金融危机之后美联储 QE 间隙及加息周期内货币政策的边际收紧，我国央行的货币政策整体保持了“以我为主”的独立性，尤其在经济增长态势不稳固和下行压力突出的 2012 年、2015 年及 2018 年，我国央行坚持宽松的货币政策取向，将促进经济增长与稳定就业作为更为重要的目标。**2)** 同时，央行在三季度货币政策执行报告的专栏提及“发达经济体货币政策调整及应对”，提出后续应对发达经济体货币政策调整的主要原则：一是“以我为主”，二是增强人民币汇率弹性，三是深化金融双向开放，增强人民币资产吸引力。**3)** 特别地，新冠疫情以来，人民币汇率相较 2019 年底已累计升值近 9%，尤其在近期美元指数强势反弹突破 96 关口的情况下，人民币汇率依然坚挺于“811”汇改以来高位，为国内货币政策“以我为主”提供更多空间。

图表2 11月制造业PMI出厂价格高位回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 人民币汇率是调节内外平衡的“稳定器”



资料来源: Wind,平安证券研究所

三、“适时降准”如何落地？

2018 年以来，总理在国常会或其他场合曾经多次提及降准，除 2020 年 6 月降准并未落地外，央行往往在 2~19 天内便宣布降准。考虑到本次会见级别较高、12 月 MLF 续作窗口期将至、且 2022 年春节时点较早，降准或会较快推出。

图表4 2018 年以来领导人提及降准情况一览

提及时间	相关内容	降准落地	降准形式	时间间隔 (天)
2018/6/20	运用定向降准等政策工具，增强小微信贷供给能力	2018/6/24	全面降准	4
2018/12/24	完善普惠金融定向降准政策	2019/1/4	全面降准	11
2019/4/17	抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架	2019/5/6	定向降准（形成存款准备金“三档两优”新框架）	19
2020/3/10	抓紧出台普惠定向降准措施，并额外加	2020/3/13	定向降准(普惠金融领域贷款)	3

提及时间	相关内容	降准落地	降准形式	时间间隔(天)
	加大对股份制银行的降准力度		占比考核达标银行)	
2020/3/31	进一步实施对中小银行的定向降准	2020/4/3	定向降准(农信用、农商行农村合作银行、村镇银行和仅在省内经营的城商行)	3
2020/6/17	综合运用降准、再贷款等工具,保持市场流动性合理充裕	-	未落地	-
2021/7/7	适时运用降准等货币政策工具	2021/7/9	全面降准	2
2021/12/3	适时降准,加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度	待定		

资料来源:政策文件,平安证券研究所

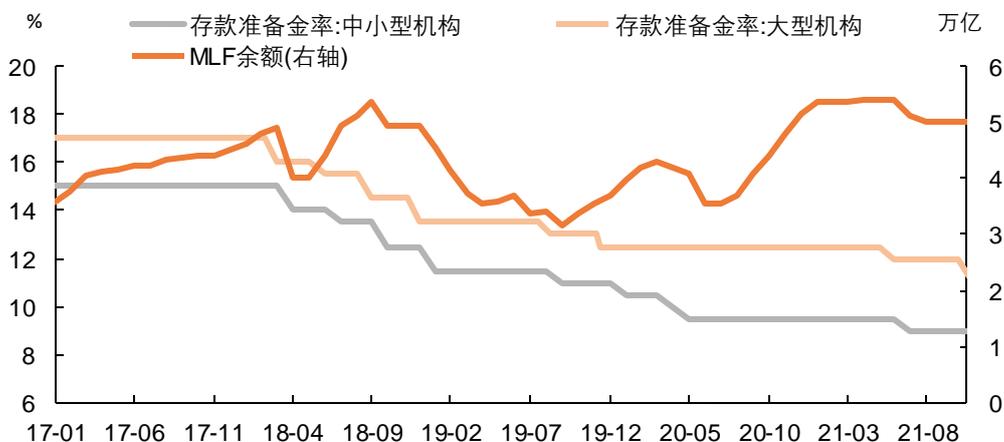
就降准方式而言,我们认为,本次央行或倾向于全面降准。

一是,降准大概率会置换部分存量的 MLF, 资金净投放数量可控。新冠疫情以来,降准在量的层面上中性意味越来越强,并无“大水漫灌”之嫌。2020年4-5月累计降准1个百分点、2021年7月降准0.5个百分点,均伴随着MLF存量下降。当前看,12月15日即将到期的MLF中期借贷便利高达9500亿元,即便央行推出全面降准政策,大概率也会同时替换部分MLF,降准的宽松意义主要体现在替换高成本MLF以降低商业银行负债成本上,资金净投放数量可控。

二是,央行对于贷款资金流向的引导能力加强,全面降准亦有直达效果。2020年下半年以来,央行与其他部门推出各项政策对房地产与城投融资进行全方位的严监管,对于贷款资金流向的引导能力加强“全面降准”亦可达到三季度货币政策报告中“小微企业综合融资成本稳中有降”的效果。一方面,在房地产贷款集中度管理和房企融资“三道红线”政策约束下,2021年前三季度新增房地产贷款比去年同期少增1.39万亿,而整体新增人民币贷款比去年同期多增4616亿。另一方面,在地方隐性债务延续强监管的背景下,2021年城投债发行融资受限,前10个月实现净融资1.6万亿,比去年同期减少了2236亿。

三是,国有大行在普惠金融领域发挥着“头雁作用”。2020年政府工作报告提出,大型商业银行普惠型小微企业贷款增速要高于40%,至2020年12月底,5家大型商业银行普惠型小微企业贷款余额同比增长54.8%,超额完成目标。而2021年4月19日,中国银保监会办公厅发布的《关于2021年进一步推动小微企业金融服务高质量发展的通知》提出,五家大型银行要努力实现普惠型小微企业贷款全年增长30%以上。此外,相较于中小型金融机构,大行的经营区域不受限制,也可以更好地支持小微企业及其跨区域的供应链上下游企业。

图表5 降准可以部分替换中期借贷便利(MLF)存量



资料来源:Wind,平安证券研究所

四、宽松可否继续演绎？

我们认为，后续货币政策有加码宽松的必要性。一方面，央行在 2021 年 11 月 19 日发布的《2021 年第三季度中国货币政策执行报告》中，拿掉了延续多时的“管好货币总闸门”。另一方面，2021 年 6 月以来，M1 增速持续滑坡，与 M2 增速的差距迅速拉大，表明实体经济现金流状况恶化，需要逆周期政策予以支持。中期内，或有必要推出新的定向或全面的降息操作，以配合稳定宏观杠杆率和防范系统性风险。

不过，降息的全局性较强，仍需等待经济下行压力加大的信号。在当前“从政策利率到 LPR 再到实际贷款利率的市场化利率形成和传导机制”下，降息的全局性意味最强，意味着从货币市场利率到实际贷款利率的整体性下调。从中长期内减轻实体经济利息偿付压力的角度，有降息的必要性，但需在经济下行压力整体性加大时推出。且 2022 年下半年若美联储开启加息，则国内降息的空间也会受到掣肘。沙盘推演之下，明年春节复工之后，如国内经济下行压力进一步加大，就业形势不容乐观，且通胀下行和美联储货币政策操作更加明确，可能是降息工具使用的一个“窗口期”。

五、资本市场如何表现？

对债券市场而言，本次降准的影响或远不及今年 7 月的降准。今年 7 月降准是自 2020 年 5 月起货币政策正常化之后，央行首次使用全局性的货币政策工具，而当时的经济基本面也未现颓势，超预期的政策引发市场对货币政策宽松周期开启的遐想，市场一度在交易年内四季度将出现二次降准，十年期国债期货活跃券 7 月初至 8 月初因此下行了近 30bp。本次降准的背景下，“胀”的压力有所缓解，“滞”的压力加大成为市场的共识，而近三个月中，市场也已经围绕降准预期反复博弈多次，预计降准落地的信息将很快被市场消化。后续博弈的重点或在于降准后“宽信用”效果如何，“宽货币”政策能否继续演绎。不过，展望明年上半年，我们认为名义 GDP 下行压力仍存、结构性“资产荒”格局或将延续，中长期利率水平有望进一步下移。

对股票市场而言，降准有利于市场风险偏好的提升，助推资金面的下行，对于预期业绩增速较高的成长股的提振作用较强，岁末年初之际的“春季躁动”行情或将前置。而对银行板块，降准可直接减轻银行的成本端压力，助力净息差企稳回升，但经济下行周期中银行资产质量隐患仍存，或难领涨大盘。

总的来说，本次总理再提“适时降准”，主要是基于我国经济总量上回温尚不稳固，结构上薄弱环节仍然突出的问题；恒大正式违约之下，为避免资产价格的剧烈波动，货币政策也有必要配合性地宽松。就货币宽松的掣肘而言，PPI 通胀拐点将至，人民币汇率走势偏强，货币政策宽松仍有空间。本次“适时降准”落地或较迅速，而央行对于贷款资金流向的引导能力加强，大概率以全面降准的形式推出。后续看，货币政策有加码宽松的必要性，但降息的全局性较强，仍需等待经济下行压力加大的信号。资本市场方面，债券市场此前几个月已就降准反复博弈，落地后影响或较有限，转而关注“宽信用”的效果；股票市场高增速的成长板块或更受益于流动性与风险偏好的提升，岁末年初之际的“春季躁动”行情或将前置。

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_30668

