

全面降准，加强跨周期调节

——12月6日央行降准点评

分析师：祁宗超

证书编号：S0500519010001

Tel: 021 - 50295364

Email: qizc@xcsc.com

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021 - 50295325

Email: hechao@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼湘财证券研究所

核心要点：

□ 事件：

12月6日，央行公告表示为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，中国人民银行决定于2021年12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）。

□ 当前滞的风险或大于胀的风险

当前经济下滑压力加剧，央行选择在此时选择降准既迫切又必要。自下半年以来经济的确面临较快的滑坡，市场预计四季度GDP同比增速可能会进一步下滑。原来把国内经济从疫情中拉起来的出口和房地产投资在未来的支撑力度也将边际减弱。不仅如此，企业经营承压，尤其对于中小微企业，生产成本的压力难以向下游转嫁，故在此背景下，总理特别强调要“适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度”。另一方面，虽然10月PPI又创了历史新高，但从趋势上看，PPI见顶回落是大概率事件。

我们认为当前经济滞的风险高于胀的风险，而本次的降准主要目的在于“稳经济”，而稳经济的重心在于帮助纾困中小微企业经营压力。目前恰逢经济新老动能转换之际，双碳产业和高科技产业是未来经济发展的新引擎，我们判断精准滴管的货币工具，如定向降准值得期待。

□ 全面降准+再贷款利率下调缓解银行负债端压力

本次降准为全面降准，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，共计释放长期资金约1.2万亿元。此外，支农、支小再贷款自2021年12月7日起下调0.25个百分点。本次的全面降准叠加支农、支小再贷款利率的组合拳能够有效缓解银行负债端压力，更好助力实体经济。其中全面降准每年可减少银行资金成本150亿元，并通过传导机制切实降低实体经济融资成本。而支农、支小再贷款利率下调更是直达实体经济的货币工具。结合三季度货币政策报告中删去了“管好货币总闸门”和“降低银行负债成本”的表述，本次降准和再贷款利率的下调也可视为是报告精神的一种实践。可以确定的是，在经济承压的背景下，加强货币政策的跨周期调节力度对于企稳经济将发挥重要作用。

□ 降准置换MLF后，MLF利率预计不变

本次降准置换部分MLF到期量后，预计本月央行的续作规模可能会缩量，同时由于量价一齐调整的必要性不高，从历史观测量价同时调整的情况较少出现，所以我们认为在降准置换MLF后，本月MLF利率变动预期基本落空。

□ 风险提示

经济下行超预期、通胀超预期。

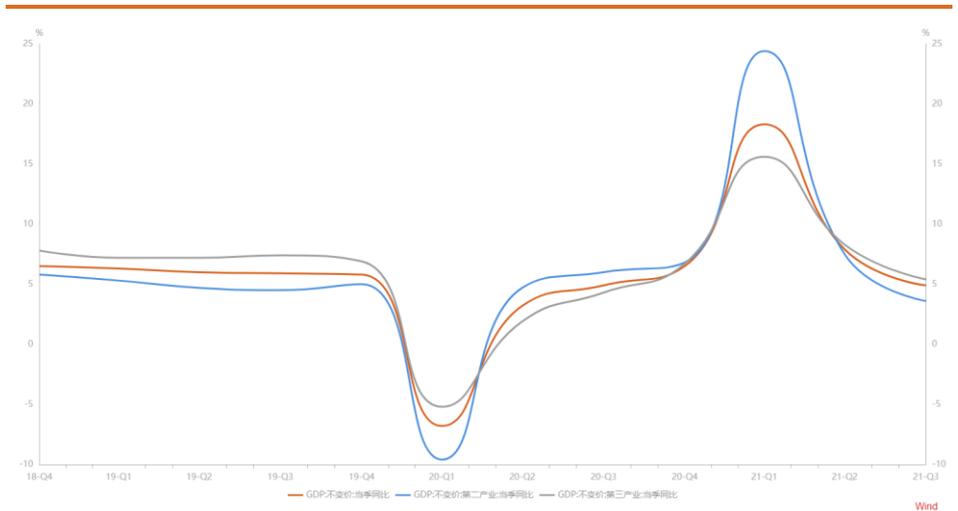
1 当前滞的风险或大于胀的风险

12月3日，国务院总理李克强在视频会见国际货币基金组织（IMF）总裁格奥尔基耶娃时，提到中国的货币政策会“适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度”。两天后，降准如期而至，本次全面降准0.5个百分点，共释放资金1.2万亿。

当前经济下滑压力加剧，央行选择在此时选择降准既迫切又必要。虽然中国完成全年GDP增速目标问题不大，但自下半年以来经济的确面临较快的滑坡，三季度GDP当季同比录得4.9%，第二产业GDP同比更是降至3.6%，市场预期四季度GDP同比增速可能会进一步下滑。此外，原来把国内经济从疫情中拉起来的出口和房地产投资在未来的支撑力度也将边际减弱。

不仅如此，在生产成本升高的背景下，企业经营承压，尤其对于中小微企业，生产成本的压力难以向下游转嫁，从近期的工业企业利润表现可以得到验证，而且上下游分化的趋势短期难以改变。故在此背景下，总理特别强调要“适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度”就不难理解了。

图1 GDP不变化同比走势（%）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

另一方面，虽然10月PPI又创了历史新高，同比增速达到13.5%，但从趋势上看，PPI见顶回落是大概率事件。全球供需失衡情况的改善叠加国内保价稳供的推进，近期大宗商品的价格有所回落。六大工业金属（铜、铝、

锌、铅、镍、锡)的现货价格 14 年来首次出现同时高于期货价格的情况,这反映市场对大宗商品期货价格上涨的持续性并不看好。PPI 拐点有望在年内或明年初出现。

所以,我们认为当前经济滞的风险高于胀的风险,而本次的降准主要目的在于“稳经济”,而稳经济的重心在于帮助纾困中小微企业经营压力。目前恰逢经济新老动能转换之际,双碳产业和高科技产业是未来经济发展的新引擎,我们判断精准滴管的货币工具,如定向降准值得期待。

2 全面降准+再贷款利率下调缓解银行负债端压力

本次降准为全面降准,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),同时对参加普惠金融定向降准考核的金融机构统一执行最优惠档存款准备金率,共计释放长期资金约 1.2 万亿元。

此外,从多个信源透露,支农、支小再贷款自 2021 年 12 月 7 日起下调 0.25 个百分点,下调后 3 个月、6 个月、1 年期分别为 1.7%、1.9%、2%。这是时隔一年多人民银行再度下调支农、支小再贷款利率。

本次的全面降准叠加支农、支小再贷款利率的组合拳能够有效缓解银行负债端压力,更好助力实体经济。其中全面降准每年可减少银行资金成本 150 亿元,并通过传导机制切实降低实体经济融资成本。而支农、支小再贷款利率下调更是直达实体经济的货币工具。结合三季度货币政策报告中删去了“管好货币总闸门”和“降低银行负债成本”的表述,本次降准和再贷款利率的下调也可视为是报告精神的一种实践。可以确定的是,在经济承压的背景下,加强货币政策的跨周期调节力度对于企稳经济将发挥重要作用。

3 降准置换 MLF 后, MLF 利率预计不变

12 月 MLF 到期 9500 亿元,到期量较大,此次降准共释放长期资金约 1.2 万亿元,其中部分用于置换 12 月 MLF 到期规模。维持市场流动性合理充裕也是本次降准的目标之一。一般而言,大多数降准出现在缴准大月,即季初首月,目的是为了补充流动性缺口。而当下也面临着较大的流动性缺口压力,一则近期公开市场到期量较大,12 月和 1 月 MLF 分别到期 9500 亿元、5000 亿元,合计 1.45 万亿元,二则明年春节较早,央行降准也为 1 月份的春节取现和缴准大月预留空间。

图 2 公开市场回笼投放统计 (亿元)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

本次降准置换部分 MLF 到期量后，预计本月央行的续作规模可能会缩量，同时由于量价一齐调整的必要性不高，从历史观测量价同时调整的情况较少出现，所以我们认为在降准置换 MLF 后，本月 MLF 利率变动预期基本落空。

风险提示：

经济下行超预期、通胀超预期。

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_31155



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn