



钟正生：“适时降准”五问



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

本文作者： 钟正生 张璐 常艺馨



核心观点

事项：2021 年 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”。

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。

2021 年 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，私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和市场主体的新困难，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，并额外加大对股份制银行的降准力度	2020/3/13	定向降准(普惠金融领域贷款占比考核达标银行)	3

全面降准：农商行、农商行

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_30732

