



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

降准兑现 期待降息

——2021 年 12 月央行降准点评

日期： 2021 年 12 月 07 日

分析师： 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

相关报告：

中国通胀全景分析

■ 主要观点

基础货币投放不足局面并未改变

我们一直认为，中国当前货币体系的一个基础问题是基础货币增长能力不足。2021 年中国基础货币增长虽然没有再现前 2 年持续萎缩的状态，但增长仍远远落后于广义货币增长。2021 年 H2 后，疫情反复和持续局面影响了市场信心，货币乘数的持续提高进程受到影响；2021 年上半年货币乘数的回升，显然是中国经济景气度提高的结果；从进程上看，2020 年下半年起中国货币乘数提高进程就已发生改变，2021 年 H2 以来中国“降准”的必要性，实际上一直处在积累当中。

重新进入全面降准时代

2020 年疫情期间，中国货币环境虽然有所放松，但主要政策作用点还是流动性分布结构的改变，政策着重点是直达实体，因而通过创设直达实体的政策工具，进一步将流动性引向了实体经济。与之相配套，在总量调控上，针对中小金融机构的存款准备金率调整也就成了主要放松对象。从进程上看，2020 年 H2 后，RRR 调整已重新进入了全面调整时代。

降准为平稳不为宽松

从央行公告可以看出，12 月巨量到期的 MLF 不会到期续作，至少不会全部续作，因而延续了 4 个月稳定的 MLF 余额将再度面临下降。对高达 32 万亿的基础货币存量而言，此次对冲性释放流动性增量改善不到 1%，因此央行维持货币环境中性偏紧的政策意图，实际上并未改变。

股债双升再添动力

降准不会对货币平稳局面产生影响，货币增速也不会持续提高；降准对市场的影响，主要在于通过降低商业银行资本成本，对市场融资体系水准产生潜在降低作用。市场融资利率水平的下降，对股市和债市都有利好影响。

降准兑现，期待降息

尽管全球通胀压力上升，海外一些国家已启动升息步伐；但对中国来说，降准和降息的方向仍然不变。中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳，而必不可少的选择，每年必选。前期由于“滞胀”忧虑上行，降融资成本的政策被延后。随着大宗商品价格运行进入下行阶段，约束国内货币降利率的因素将消除。

■ 风险提示

通胀继续上行,货币政策超预期改变，其它引发经济运行节奏改变因素。

目 录

事件：人行决定于 2021 年 12 月 15 日下调 RRR	3
事件解析：政策背景和特征意义	3
1.基础货币投放不足局面并未改变.....	3
2.重新进入全面降准时代.....	4
3.经济运行平稳偏软态势不变.....	5
事件影响：对经济和市场	6
4.降准为平稳不为宽松.....	6
5.降准替代 MLF 等于降息.....	7
6.股债双升再添动力.....	8
事件预测：趋势判断	8
7.降准兑现，期待降息.....	8

图

图 1 中国基础货币增长持续低于广义货币（月/同比，%）.....	3
图 2 中国 RRR 变化（月，%）.....	4
图 3 中国信贷增长的期限分布（亿元）.....	5
图 4 中国现存 MLF 各月投放量（1 年/当月值，亿元）.....	6
图 5 温州民间借贷利率趋向下行（月/民间融资综合利率，Average-10D）.....	7
图 6 中国股市波动率下降后股市站上台阶之势.....	8

事件：人行决定于 2021 年 12 月 15 日下调 RRR

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）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.4%。

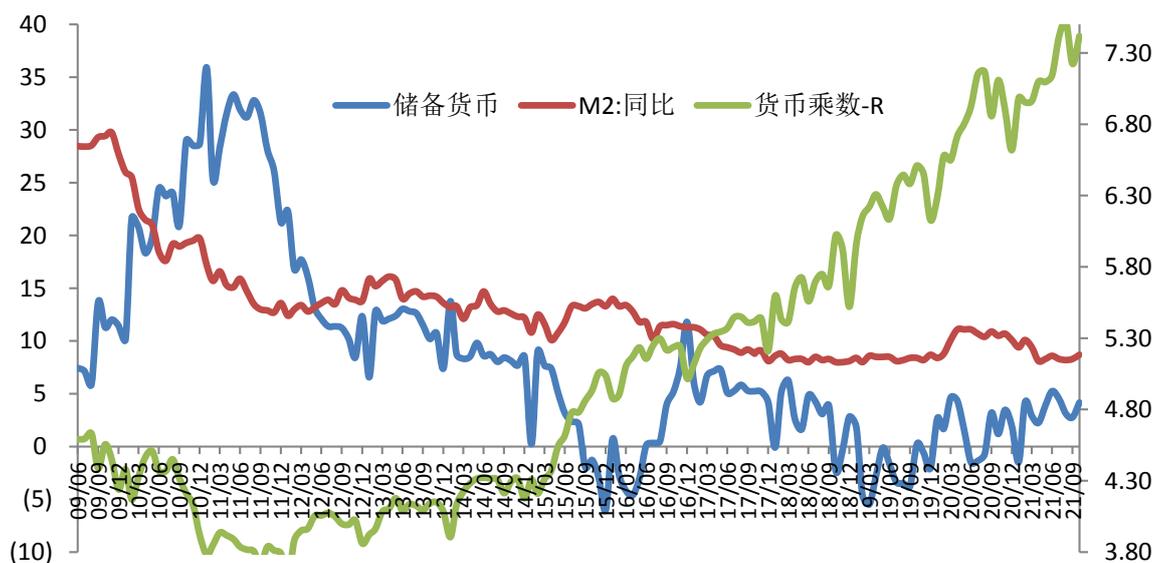
中国人民银行同时表示——将继续实施稳健的货币政策，坚持稳字当头，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，加强跨周期调节，统筹做好今明两年宏观政策衔接，支持中小企业、绿色发展、科技创新，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

事件解析：政策背景和特征意义

1. 基础货币投放不足局面并未改变

我们一直认为，中国当前货币体系的一个基础问题是基础货币增长能力不足。2021 年中国基础货币增长虽然没有再现前 2 年持续萎缩的状态，但增长仍远远落后于广义货币增长。2018 年以来，中国维持货币增长平稳的态势，主要靠提高货币乘数实现。2021 年 H2 后，疫情反复和持续局面影响了市场信心，货币乘数的持续提高进程受到影响；货币内生体系下，市场信心状况是主要的信用扩张影响因素，即微观经营行为主体的风险偏好和扩张偏好，直接影响着货币乘数变动。

图 1 中国基础货币增长持续低于广义货币（月/同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

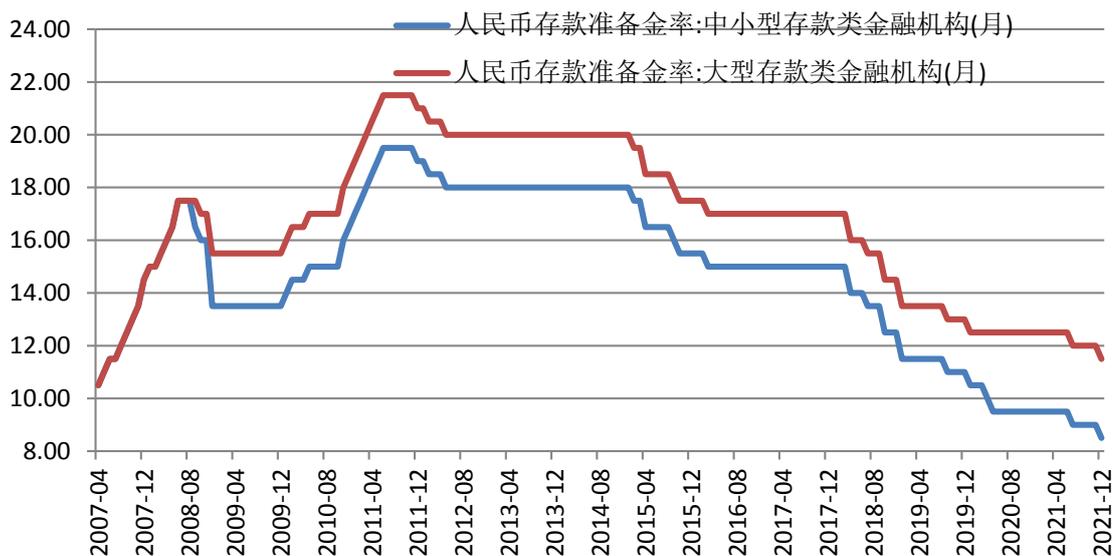
2021 年上半年货币乘数的回升，显然是中国经济景气度提高的结果；从进程上看，2020 年下半年起中国货币乘数提高进程就已发生改变，因经济重新进入平稳期而进入平衡期。因此，2021 年 H2 以来中国“降准”的必要性，实际上一直处在积累当中。

进入本世纪以来中国货币的持续快速扩张，主要是中国经济全球化进展带来外汇占款被动高速增长结果。2014 年后，中国外汇占款推动货币增长的格局扭转，过去被“圈进”货币池子的货币开始陆续释放。中国货币增长中基础货币投放转向央行创设工具，公开市场的重要性上升。但是央行创设工具会带来货币市场利率抬升，加之抵押工具国债市场的深度和广度都不够，因而基础货币投放能力不足成立中国货币体系的基础性问题。

2.重新进入全面降准时代

2020 年疫情期间，中国货币环境虽然有所放松，但主要政策作用点还是流动性分布结构的改变，政策着重点是直达实体，因而通过创设直达实体的政策工具，进一步将流动性引向了实体经济。与之相配套，在总量调控上，针对中小金融机构的存款准备金率调整也就成了主要放松对象。从进程上看，2020 年 H2 后，RRR 调整已重新进入了全面调整时代。2020 年 4 月和 5 月，中国人民银行分别实施了针对中小金融机构的定向降准，对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。2 次定向降准后，大型金融机构和中小金融机构间的 RRR 差距扩展到了 3% 以上。

图 2 中国 RRR 变化（月，%）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

作为 MPA 体系基础和自律规则体系核心，更是为达到货币的结构性投放和流动性结构性分布的目的，中国现行的准备金体系为“三档两优”——对大型商业银行、中小型商业银行和县域农村金融机构实行不同的三档存款准备金率；在各自适用基准档次的基础上，中国人民银行还实施了两种优惠准备金率，即对金融机构经营普惠金融达到一定比例标准，和县域金融机构新增存款用于当地信贷投放达一定标准的，按照相关考核政策，给予优惠准备金率。对于符合普惠金融考核标准的，额外降低 0.5-1.5%；县域机构资金当地使用符合标准的，额外再降 1%。

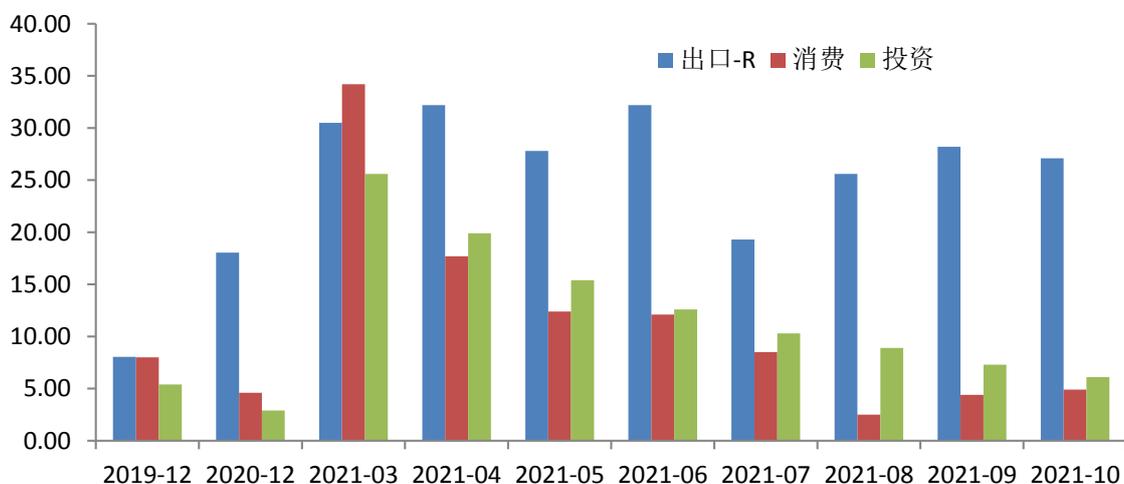
按现有的划分标准，大型商业银行包括工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行和邮政储蓄银行 6 家。中小型商业银行主要包括股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、民营银行和外资银行。县域农村金融机构主要包括农村信用社、农村合作银行和村镇银行。

因此，虽然我国大型和中小型金融机构都有着名义的较高 RRR，但经普惠金融调整后，普遍都能再降 1.0%-2.5%，因而整体 RRR 在本次降准后已降至 8.4%。

3. 经济运行平稳偏软态势不变

由于疫情零星散发态势持续，社会正常生活仍然受到不少影响，因此全社会的消费增长仍然未恢复正常。楼市环境改变，在增强了全社会可持续增长能力的同时，短期投资增速不可避免受到影响，加之基建投资增长趋于下降，作为经济第一增长动力的投资增速下降，经济增速面临放缓。

图 3 中国信贷增长的期限分布（亿元）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

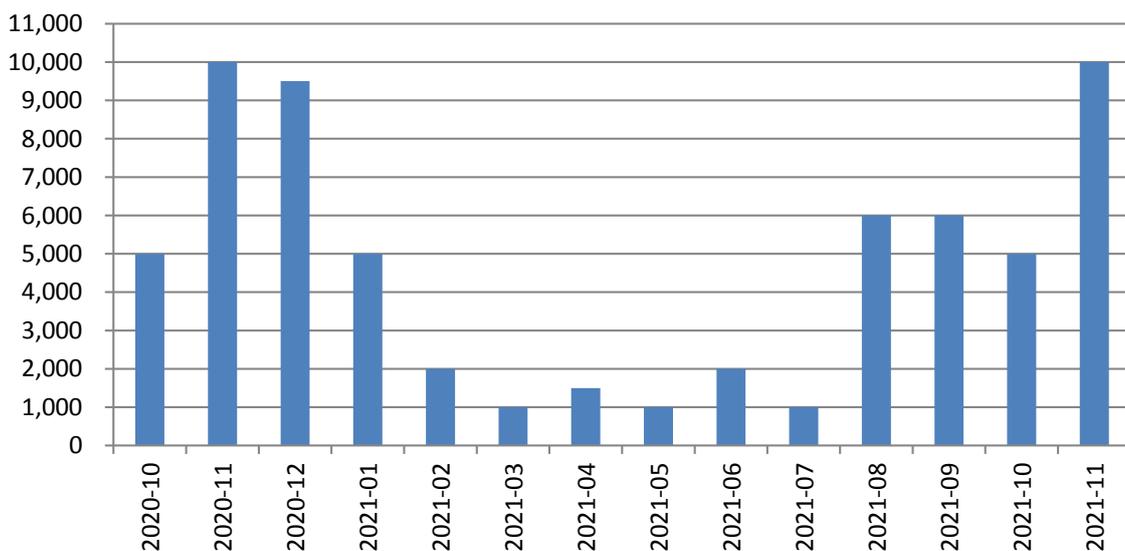
2022 年 H1 的高增长其实只是基数效应下的名义增长, 2 年平均增速实际上持续处于平稳状态; 随着基数效应的逐渐消除, 各项经济增长指标就趋于下降, 经济运行偏软态势逐渐呈现。除了受海内外疫情形势差异, 仍然处于“高光”时刻的外贸外, 下半年后消费和投资增速都经历了比较明显的下降。因此经济层面上, 对降准并不都成制约。

事件影响：对经济和市场

4.降准为平稳不为宽松

央行在降准公告解释中明确, 稳健货币政策取向没有改变。此次降准是货币政策常规操作, 释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的中期借贷便利 (MLF), 还有一部分被金融机构用于补充长期资金, 更好满足市场主体需求。人民银行坚持正常货币政策, 保持政策的连续性、稳定性、可持续性, 不搞大水漫灌, 为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。2021 年 12 月是年内 MLF 到期规模最高月份, 达 9500 亿。除非央行到期全部续作, 否则商业银行将面临较大的资金冲击。另外, 2022 年 1 月央行仍面临较高的 MLF 到期量, 规模为 5000 亿; 不过笔者预期, 到时中国央行一定会超量续作。

图 4 中国现存 MLF 各月投放量 (1 年/当月值, 亿元)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

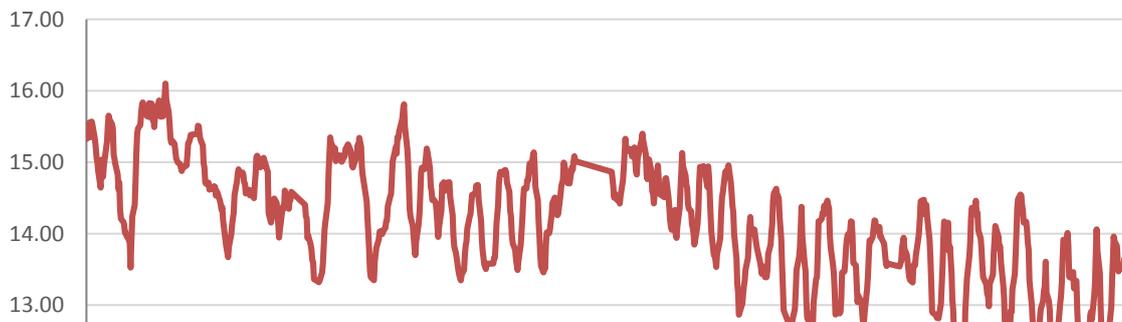
从央行公告可以看出，12月巨量到期的MLF不会到期续作，至少不会全部续作，因而延续了4个月稳定的MLF余额将再度面临下降。因此，此次全面降准实际上真正释放的流动性有限，如果央行对到期MLF全部不续作，则只有2500亿增量。这个规模对改善基础货币增长提高，作用实在有限。对高达32万亿的基础货币存量而言，此次对冲性释放流动性增量改善不到1%，因此央行维持货币环境中性偏紧的政策意图，实际上并未改变。

5.降准替代MLF等于降息

央行表示，此次定向降准可释放长期资金约12000亿元，按现有替代MLF-1年期品种的利率测算，可降低银行资金成本每年约160亿元，具体测算为 $1.60=1.2*(2.95-1.62)$ 。从央行认为此次降准能降低金融机构融资成本规模（150亿）的测算推断，央行后续应该仍会有MLF续作，不会让1.2万亿全部替代到期MLF。笔者一直认为，以MLF作为基础货币主要投放工具，不利于降低融资成本，是一种成本畸高的投放工具，未来或会逐渐消亡。

金融机构融资成本的下降，自然会推动将来融资利率下降。从货币当局关注的中小企业融资变化情况看，虽然市场融资利率水准波动中下降趋势不变，但下降进程较为缓和。在当前经济形势没有根本性好转前，促进融资利率下降推动经济复苏，仍然是央行政策的日常关注点。

图5 温州民间借贷利率趋向下行（月/民间融资综合利率，Average-10D）



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_30628



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>