

宏观周观点

2021 年 12 月 12 日

稳定是大局 货币政策显示宽松预期

宏观周观点 20211212

核心内容：

- **中央经济工作会议和中央政治局会议：稳定是大局**政治局会议和中央经济工作会议口径较为一致，2022 年经济面临困难，稳定是最重要的工作任务。财政政策向着超前开支、加大强度、减税降费、适度增加杠杆方面进行。货币政策方面也显得较为积极。货币政策则通过加大社会融资投放力度和提升 M2 水平保证货币总量略有宽松，同时引导资金价格下行。基于此，2022 年上半年降准仍然可以期待，降息可能性上行。
- **央行再次全面降准** 2021 年 12 月 6 日央行宣布于 2021 年 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。降准主要是为了：（1）经济下行明显，降准需要对冲经济下行；（2）降准同样提升商业银行稳定资金来源，促进经济结构转型；（3）促进社会综合融资成本下降，对冲 MLF。
- **支农支小再贷款利率下调，结构性货币政策工具发力** 在 12 月 6 日宣布全面降准之后，人民银行决定于 12 月 7 日下调对金融机构支农、支小再贷款利率 25bps。此次下调利率的目的不仅是为银行进一步节省成本，也是跟随 12 月 15 日即将启动的降准作出的结构性调整。
- **央行年内二次上调外汇存款准备金率** 12 月 9 日，央行宣布自 2021 年 12 月 15 日起，上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，上调外汇存款准备金是央行对人民币升值的态度。目前出口依然强劲同时服务业逆差降低，年末结汇亿元较为强烈。美联储可能加速 Taper 和加息时间表带来美元走强，两股相反的力量未来可能使人民币汇率重新回落。
- **市场利率有所分化** 逆回购操作平稳，公开市场上周净回笼 1800 亿元，虽然年末资金紧张，但 15 号即将到来的降准保证了充裕的流动性。货币市场利率受到央行资金呵护保持平稳，利率整体水平较上周有所下滑。
- **物价小幅回落** 上周物价小幅下行，猪肉价格回落，蔬菜价格走低。天气也较为有所回暖，蔬菜价格回落。猪肉价格暂时回落。我国物价压力走弱。
- **需求供给同时不振，等待稳增长措施** 市场对 Omicron 的担忧情绪降温，原油价格结束六连跌。美伊谈判进展不顺也支撑油价。

高炉开工率下滑，冬奥会之前产能处于低位。钢材库存减少，但下滑速度偏缓，下游生产并未大幅上行。全国煤炭交易会上明确对动力煤长协基准价进行调整，进一步表明了政府调控煤价的决心，因而动力煤下跌明显。黑色系产品现阶段供需同时，等待稳增长措施发力。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

国家	日期	事件或数据
中国	12月15日(周三)	中国1-11月规模以上工业增加值年率-YTD(%)、中国11月社会消费品零售总额年率(%)、中国1-11月城镇固定资产投资年率-YTD(%)
	12月13日(周一)	德国11月批发物价指数年率(%)
	12月14日(周二)	英国11月失业率(%)、英国10月三个月ILO失业率(%)
欧洲	12月15日(周三)	英国11月零售物价指数年率(%)
	12月16日(周四)	法国、法国、英国、欧元区12月Markit制造业PMI初值、瑞士12月央行政策利率(%)、欧元区10月季调后贸易帐(亿欧元)、英国12月央行基准利率(%)、欧元区12月欧洲央行主要再融资利率(%)
	12月17日(周五)	英国12月GfK消费者信心指数、英国11月季调后零售销售月率(%)、德国12月IFO商业景气指数、欧元区11月CPI年率-未季调终值(%)
	12月13日(周一)	---
美国	12月14日(周二)	美国11月PPI年率(%)
	12月15日(周三)	截12月10日当周API、EIA原油库存变动(万桶)、美国11月进口物价指数月率(%)、美国11月零售销售月率(%)
	12月16日(周四)	美国截至12月11日当周初请失业金人数(万)、美国12月联邦基金利率目标上限(%)、美国11月新屋开工年化月率(%)、美国11月营建许可月率(%)、美国11月工业产出月率(%)、美国12月Markit制造业PMI初值
	12月17日(周五)	美国截至12月10日当周ECRI领先指标
	12月15日(周三)	加拿大11月CPI年率(%)
其他	12月16日(周四)	新西兰第三季度GDP季率(%)、日本11月末季调商品贸易帐(亿日元)、澳大利亚11月季调后失业率(%)
	12月17日(周五)	日本12月央行政策余额利率(%)

目录

一、中央经济工作会议和中央政治局会议：稳定是大局	3
二、央行再次全面降准	4
三、支农支小再贷款利率下调，结构性货币政策工具发力	5
四、央行年内二次上调外汇存款准备金率	6
五、市场利率有所分化	6
六、物价小幅回落	8
七、需求供给同时不振，等待稳增长措施	9
(一) 原油价格回升	9
(二) 钢厂开工继续回落，库存下行加快	10

一、中央经济工作会议和中央政治局会议：稳定是大局

12月6日，中共中央政治局召开会议，分析研究2022年经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。12月8日-10日，2021年中央经济工作会议在北京召开。

政治局会议和中央经济工作会议口径较为一致，对于2021年的经济运行总体评价仍然较为积极，我国经济发展和疫情防控保持全球领先地位，国家战略科技力量加快壮大，产业链韧性得到提升，改革开放向纵深推进，民生保障有力有效，生态文明建设持续推进。

中央经济工作会议认为2022年“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，政策层把经济面临的困难做了一次细化。在此基础上，稳增长成为首要的工作任务，稳增长就是稳经济大盘，关系到社会稳定，这与中央政治局工作会议相呼应。经济工作会议上稳增长的措施更为具体，从财政到货币政策均给予了较为明确的指引。同时对于影响了经济运行的政策也给予了纠正，明确共同富裕、资本、供给侧、防风险、碳中和的政策准则，避免政策大起大落。对于政策的快速多变，中央经济工作会议强调领导经济工作必须“尊重客观实际和群众需求，必须有系统思维、科学谋划”，领导干部要以人民为中心，“慎重决策、慎重用权”。

经济会议强调政策对经济必要的支持力度，会议强调了财政政策和货币政策的互相配合。财政政策和货币政策要协调联动，即货币政策要宽松、财政政策要积极，货币政策层面要通过数量政策等来配合政府债券发行、基础设施投资计划实施。

财政政策向着超前开支、加大强度、减税降费、适度增加杠杆方面进行。财政政策明确“适度超前开展基础设施投资”、“要保证财政支出强度，加快支出进度”、“实施新的减税降费政策”、“遏制新增地方政府隐性债务”。首先，我国基础建设投资虽然持续3个月上行，但其单月投资增速仍然负增长，投资上行的速度较为缓慢；其次，2021年我国地方债务发行始终低于预期，使得全年基建疫情政府相关投资就处于弱势；再次，2022年预计新的减税降费持续，通过对企业直接减税降费降低企业负担；最后，虽然财政政策强调了财政纪律，强调遏制新增地方政府隐性债务，但是没有强调宏观杠杆率，也即是宏观债务可能上行。

货币政策方面也显得较为积极。货币政策没有提及“M2和社会融资增速与GDP增速相适应”说明M2和社融增速会有所抬升，货币政策的宽松已经开始。货币投放的重点仍然是“小微企业、科技创新、绿色发展的支持”，但是这些企业的信贷需求仍然较少，需要适当放开房地产开发贷。另一方面，资金的价格也需要有所下滑，会议阐述货币政策需要“促进中小微企业融资增量、扩面、降价”。

财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。这也就意味着2022年我国财政采用扩大杠杆、提前支出、减税降费的扩张型财政政策，货币政策则通过加大社会融资投放力度和提升M2水平保证货币总量略有宽松，同时引导资金价格下行。基于此，2022年上半年降准仍然可以期待，降息可能性上行。

二、央行再次全面降准

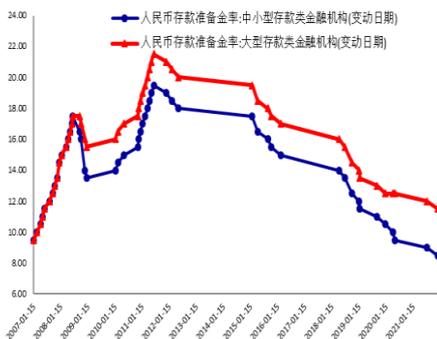
2021年12月6日央行宣布于2021年12月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），共计释放资金1.2万亿元。本次降准后大型存款类金融机构存款准备金率为11.5%，中小型存款类金融机构存款准备金率为8.5%。

国务院总理李克强12月3日下午在中南海紫光阁视频会见国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃时表示，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，适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度，确保经济平稳健康运行。12月6日央行直接宣布开启降准。

12月份降准符合市场预期，这是年内第二次降准。与7月15日降准目的稍有不同，本次降准主要是应对经济下行，其次是补充银行资本金，为银行减负。

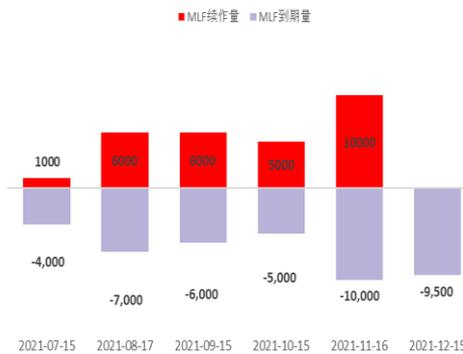
降准时点的选择：（1）原材料价格大幅走低，我国通胀压力减轻。（2）美联储加息提前，货币宽松选择在美国联储货币政策之前调整。降准主要是为了：（1）经济下行明显，降准需要对冲经济下行。（2）降准同样提升商业银行稳定资金来源，促进经济结构转型。（3）促进社会综合融资成本下降，对冲MLF。

图1：存款准备金率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图2：MLF到期量（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表1：2020年以来降准情况

日期	内容	影响	目标
2020/1/1	全面降准 ：2020年1月6日下调金融机构存款准备金率 0.5个百分点 （不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）	释放 长期资金8000多亿元 ， 中小银行 获得长期资金 1200多亿元 ， 降低 银行 资金成本 每年约 150亿元	增加金融机构支持实体经济的稳定资金来源，降低社会和实体经济融资实际成本，特别是降低小微、民营企业融资成本
2020/3/13	定向降准 ：2020年3月16日对达到考核标准的银行 定向降准0.5至1个百分点 。除此之外，对符合条件的 股份制商业银行 再 额外定向降准1个百分点	释放 长期资金5500亿元	支持实体经济恢复发展，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
2020/4/3	定向降准 ：2020年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	释放 长期资金约4000亿元	支持实体经济恢复发展，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
2021/7/9	全面降准 ：2021年7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）	释放 长期资金约1万亿元	有效提升金融服务能力，更好支持实体经济，进一步增强经济活力
2021/12/6	全面降准 ：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）。	释放 长期资金约1.2万亿元 ， 降低 金融机构 资金成本 每年约 150亿元	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

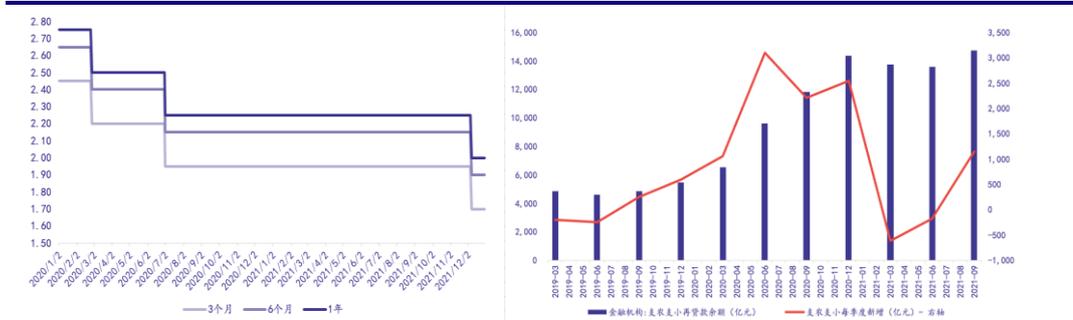
资料来源：中国人民银行、新华社，中国银河证券研究院整理

三、支农支小再贷款利率下调，结构性货币政策工具发力

在12月6日宣布全面降准之后，人民银行再发公告，决定于12月7日下调对金融机构支农、支小再贷款利率25bps。截至今年9月底，金融机构支农支小再贷款余额合计14684亿元，同比增长24.5%，其中支农4747亿元，同比增长25.4%，支小9937亿元，同比增长24.1%。自2020年以来，支农支小再贷款利率累计下调三次，每次均为25bps：第一次为2020年2月27日，下调后1年、6个月、3个月期再贷款利率分别为2.5%，2.4%和2.2%；第二次为2020年7月1日，下调后分别为2.25%，2.15%和1.95%；本次下调后分别为2.0%，1.9%和1.7%。根据支农支小再贷款余额推算，本次利率下调可帮助银行节省成本约36.7亿元，数额不大。由此可以推测此次下调利率的目的不仅是为银行进一步节省成本，也是跟随12月15日即将启动的降准作出的结构性调整，同时配合六稳六保中着重强调的保市场主体和就业，体现政府对受疫情冲击下的农业和中小微企业的坚定支持。更值得关注的数据是12月15日的MLF以及12月20日和明年1月的LPR。综合来看，我们不排除未来降息的可能性，如果降息，更大概率是针对中小微企业和符合国家高质量发展要求的科技、绿色企业等的定向降息。

图3：支农支小再贷款率（%）

图4：支农支小再贷款量（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 2：2020 年以来再贷款情况

日期	2020年以来再贷款发放情况	相关细节
2020/1/31	央行设立 3000亿 抗疫专项再贷款	(1) 向主要全国性银行和湖北等重点省份的部分地方法人银行提供低成本资金, 支持银行向 重点医疗防控物资和生活必需品生产、运输和销售 的重点企业提供优惠利率贷款; (2) 利率不能超过LPR-100bps。中央财政按企业实际获得的贷款利率贴息50%, 确保企业实际融资成本降至1.6%以下; (3) 至2020年6月末, 支持有关银行向7597家全国性和地方性重点企业累计发放优惠贷款2834亿元, 加权平均利率为2.49%, 财政贴息50%后, 企业实际融资利率约为1.25%。
2020/2/26	央行新增再贷款、再贴现额度 5000亿	(1) 在现有支持领域基础上, 重点支持 复工复产、脱贫攻坚、春耕备耕、禽畜养殖、外贸 行业等资金需求, 并加大对受疫情影响较大的 旅游娱乐、住宿餐饮、交通运输 等行业以及 对防疫重点地区 的支持力度; (2) 已经支持地方法人银行向59万家企业累计发放优惠利率贷款4983亿元, 加权平均利率为4.22%。
2020/3/31	央行增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1万亿	(1) 运用低成本的普惠性资金支持 重点领域中小微企业复工复产 (2) 再贴现全部发放完毕, 引导地方法人银行支持了158万家企业, 加权平均利率为 4.67%
2020/6/2	再贷款支持工具	按符合条件的地方法人银行 新发放的普惠小微信用贷款本金的40% 确定支持额度。
2021 二季度	对10个信贷增长缓慢省份增加再贷款额度 2000亿元	引导 10 个省份地方法人金融机构 对区域内涉农、小微和民营企业 等领域进一步加大政策支持力度
2021/9/23	新增 3000亿元 支小再贷款政策	(1) 由地方法人银行发放给小微企业和个体工商户, 加大对 中小微企业 纾困帮扶力度, 加大对 科技创新、小微企业、绿色发展、制造业 等领域的政策支持力度。 (2) 采用先借后贷, 给 商业银行的再贷款利率为2.25% , 发放贷款的平均利率 5.5%左右
2021/11/17	国常会设立煤炭清洁高效利用专项再贷款 2000亿元	(1) 专项支持 煤炭安全高效绿色智能开采、煤炭清洁高效加工、煤电清洁高效利用、工业清洁燃烧和清洁供热、民用清洁采暖、煤炭资源综合利用和煤层气开发利用 (2) 面向全国性银行, 发放的贷款利率与 同期限档次贷款的LPR大致持平 , 人民银行可按 借款本金等额提供再贷款支持

资料来源: Wind、中国人民银行、货币政策执行报告、中国政府网, 中国银河证券研究院整理

四、央行年内二次上调外汇存款准备金率

12月9日晚间, 央行宣布自2021年12月15日起, 上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点, 即外汇存款准备金率由现行的7%提高到9%。这是今年第2次降准, 上一次是6月15日从5%到7%, 再往前追溯是2007年4月25日从4%到5%。消息公布后, 离岸人民币兑美元连续下跌, 一度跌破6.38, 在岸人民币兑美元也跌破6.37。鉴于人民币近期升值短而迅速, 达到三年半以来的新高, 上调外汇存款准备金是央行对人民币升值的态度。

人民币持续单向升值会对我国外贸出口和相关中小微企业带来汇兑损失并弱化我国产品价格竞争力, 不利于开启新一轮稳定增长。目前出口依然强劲同时服务业逆差降低, 年末结汇亿元较为强烈。美联储可能加速Taper和加息时间表带来美元走强, 两股相反的力量未来可能使人民币汇率重新回落。

五、市场利率有所分化

逆回购操作平稳, 公开市场上周净回笼1800亿元, 虽然年末资金紧张, 但15号即将到来的降准保证了充裕的流动性。货币市场利率受到央行资金呵护保持平稳, 利率整体水

平较上周有所下滑。12月份中期借贷便利到期量较大，虽然已经宣布降准，也不排除央行续作的可能。

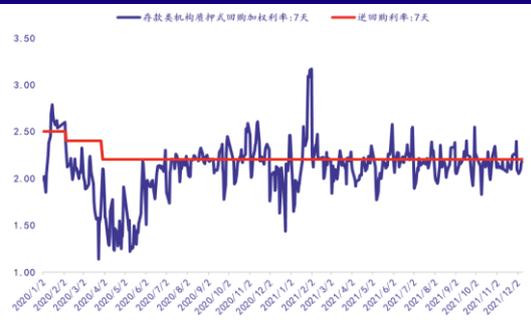
12月10日,SHIBOR隔夜收于1.8070%,比上周下行10.6bps,7天的利率收于2.1840%,比上周上行10.6bps。存款类机构质押式回购7天加权利率收于2.1411%,比上周上行9.41bps。12月10日1年期、3年期、5年期国债分别收于2.3008%、2.5956%和2.7221%,分别比上周变化4.56bps、-3.28bps、-4.34bps,10年期国债收益率收于2.8425%,比上周下行3bps。

债券收益率有所分化,债券市场对于房地产金融风险给与重视。本周的降准在资金面上利好债市,但同时释放的稳增长信号可能改变经济下行的预期。市场目前还在观望,债券价格可能短期内有所震荡。

图 5: SHIBOR 利率 (%)



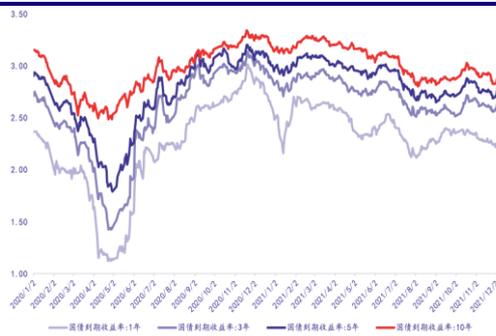
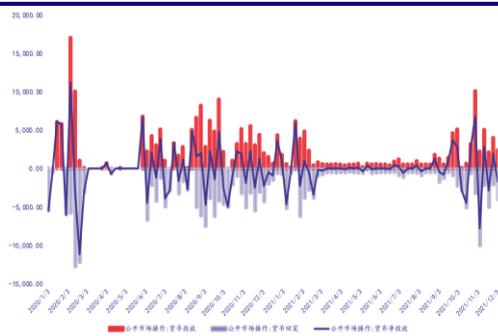
图 6: DR007 利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿) 图 8: 国债收益率 (%)



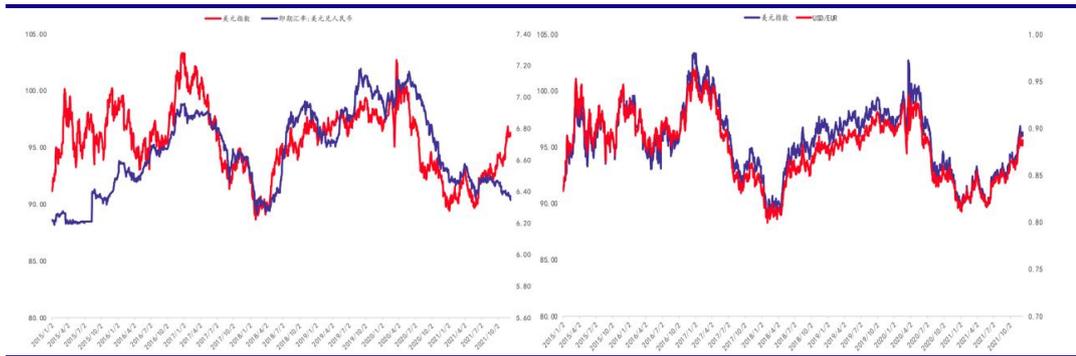
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美元指数小幅下行,美国11月份通胀高达6.8%,但是比市场最坏预计的超过7%的水平略低,许多投资者认为这样的数字不至于让美联储进一步加快Taper和加息,而是会按照既定时间表结束QE。

图 9: 美元兑人民币 (元)

图 10: 欧元与美元指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

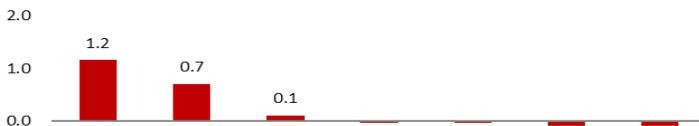
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

六、物价小幅回落

上周物价小幅下行，猪肉价格继续回落，蔬菜价格走低。根据搜猪网数据显示，全国瘦肉型生猪出栏均价 12 月 12 日价格 16.6 元/公斤，比上周下行 7.5 个百分点。进入 12 月份以后，随着前置的腌腊消费的告一段落与疫情给消费端增加的不确定，生猪价格继续下跌调整。价格的震荡减少进一步推动出栏，出栏情绪和出栏量增加，供给保持在高位。能繁母猪存栏从 7 月份之后有所减少，但农村农业部等数据显示其总量仍然超过正常保有量，年底供货充足，明年上半年前很难降低出栏量，所以价格反弹空间不大。猪价走势还处于震荡调整阶段，短暂的触底反弹过后，猪价还有震荡回调的风险。真正的行情上涨，应该在 12 月下旬。

蔬菜方面，本周寿光农产品物流园蔬菜价格环比下跌 5.4%；蔬菜供应充足。进入 12 月份后冷空气活动频繁，降温、降雪天气易发生，会对蔬菜的生产环节不利，但南方蔬菜的上市数量和品种将会继续增加。目前省内蔬菜处于上市期，本周天气良好，出产量增加。下周整体天气条件仍然良好，蔬菜生产的各环节有序进行，供应品种日益增多，蔬菜价格指数应该平稳波动或下行，上涨的可能性不大。

图 11: 物价下跌 (%)



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_31176

