



# 李奇霖：全面降准为哪般？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 李奇霖 孙永乐



12月3日,国务院总理李克强在会见国际货币基金组织总裁时提出将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。

时隔2天之后,央行在6号正式表态,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),共计释放长期资金约1.2万亿元。本次下调后,金融机构加权平均存款准备金率为8.4%。

按照央行的表述,本次降准的目的是加强跨周期调节,优化金融机构

的资金结构，提升金融服务能力，更好支持实体经济。

结合这几天发生的事情以及政策的表态，我们认为这一轮降准可能有这么两方面的考量。

第一，如政策所说，此次降准很大程度上是为了加大对小微企业的支持力度，应对经济下行压力。

这一点和 7 月的降准就有点类似。当时央行就表示因为大宗商品价格上涨，小微企业面临成本上升等经营压力，所以通过降准来支持小微企业。

现在成本端的压力还是在的，虽然自 10 月政策加大调控力度之后，大宗商品的价格整体是一个下行的走势。

但是一来目前大宗商品价格依旧处于历史高位，10 月 PPI 同比增速为 13.5%，11 月虽然 PPI 大概率已经开始回落。但是考虑到目前价格位于高位、全球供应链依旧没有修复、国内对部分高耗能高污染商品的限产措施依旧等，后续 PPI 的下行还需要一段时间；

二来一般企业会备有 0-3 月左右的原材料库存，这也就意味着目前企业使用的原材料是此前高价购入的原材料，这也意味着成本的压力缓解还需要时间；

三来就是通胀的结构性分化还没有明显改善，虽然上游成本一直在上涨，但是因为缺乏消费，价格的传导渠道并不通畅，很大一部分涨价压力只能由企业自己消化。



图 1. 上游大宗商品价格依旧位于历史高位



资料来源: wind, 红塔证券

但是现在和 7 月很大的不同点在于, 现在 PPI 下行的趋势相对还是比较明确的, 如果仅仅是来自成本端的压力, 央行可能不会降准。

我们认为现在降准, 更大的可能是因为经济下行的压力更大了。原先支撑中国经济的房地产、出口等对经济的支撑力度都在减弱。在这样的情况下, 除了成本端的压力, 小微企业还面临着需求回落的压力, 所以政策发力的诉求提高。

2020 年-2021 年, 国内经济的主要支撑项就是出口和房地产。出口方面, 考虑到海外疫情再度爆发、美国等后续有补库存的动力等, 中国出口

短期是有望维持韧性的。但是我们也要看到因为美国通胀压力比较大，美国的财政货币政策已经进入了加速退出的时期。在这样的情况下，后续出口对经济的支撑可能有所减弱。

更大的压力来自于房地产，受此前监管政策的影响，房地产投资自2021年下半年以来就已经进入了下行区间，对经济增速也从支撑项变成了拖累项。

在房地产下行压力加大的时候，政策对房地产的监管在边际上有所放松，比如加大按揭贷款、开发贷款、并购贷款等的投放力度，再比如鼓励房企在银行间市场发债融资等。

虽然政策底已经出现，但是从政策底到行业底存在一定的时滞。特别是这一轮政策的边际放松还是很谨慎的，在房地产长效机制下，我们很难看到传统的来自需求端的刺激。目前对需求端的政策也主要是着眼于刚需用户的信贷。

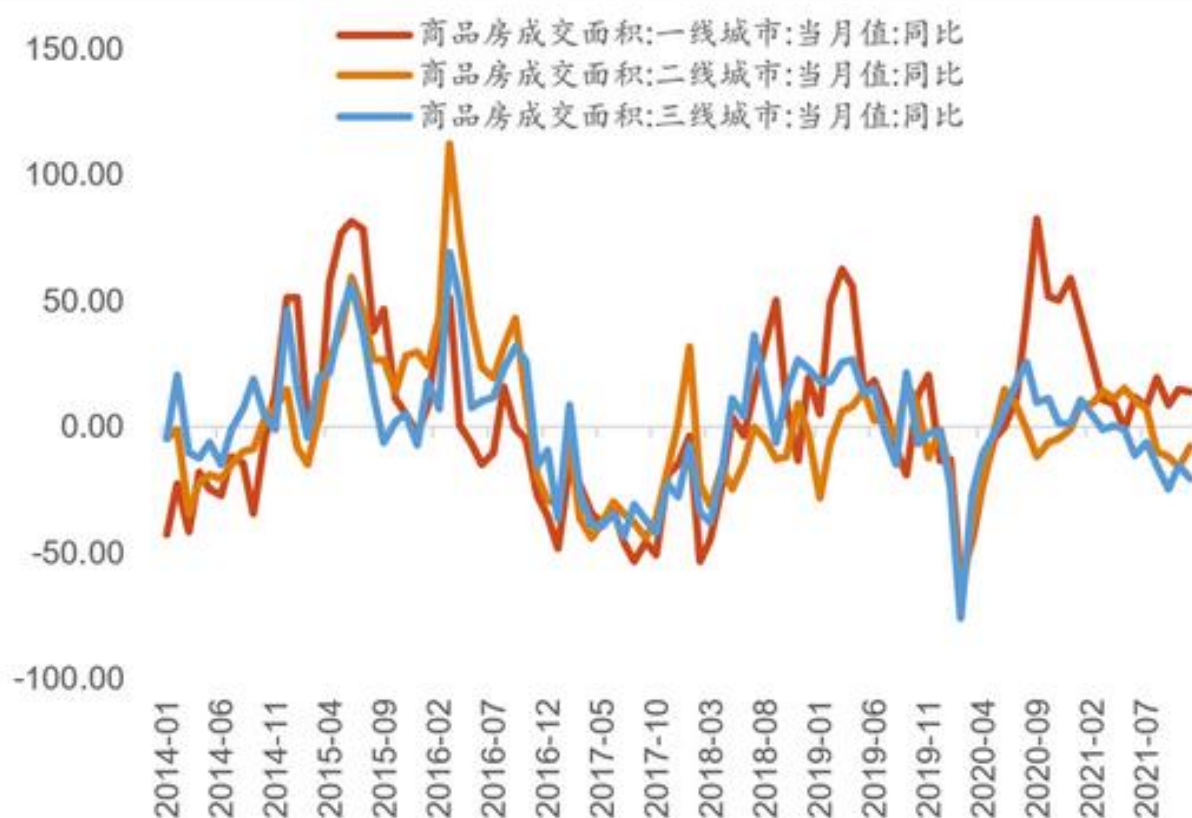
而要想看到房地产行业出现整体企稳，很重要的一点还是在于要看到销售端的企稳，毕竟销售回款占房地产开发资金来源的50%以上。如果销售端没有企稳的话，房企的资金压力就很难得到明显改善。

从目前房地产的销售行情来看，房地产销售端依旧还没有明显回暖，11月虽然因为季节性因素，30大中城市商品房销售面积日均达到45.3万平方米，相比于10月出现了季节性回暖，但是依旧大幅弱于过去5年历史

同期水平。

另外，我们还要注意，一二三线城市之间的房地产销售出现了明显的分化。一线城市因为人口基数大，经济发展情况较好，刚需力量强，房地产销售整体还是维持着一定的韧性。但是二、三线城市特别是三线城市的房地产销售市场就比较惨淡了，同比增速都出现-20%的降幅了。

图 2. 二三线城市房地产销售下行压力更大



资料来源: wind, 红塔证券 (注: 数据为 30 大中城市, 2022 年同比为两年平均同比增速)

考虑到 2022 年, 房地产税预计在多地试点, 叠加目前居民房价上涨预期持续走弱, 居民杠杆率位于高位, 以及个别房企出现期房交付难, 目前居民持币观望情绪较重。至少站在当下, 我们依旧认为房地产销售还是



较难出现明显的回暖。

没有销售回款的支撑，后续房企的资金链最多也就是一个紧平衡的状态。而且三四线城市的房企会更加的艰难。这也是为什么政策对并购贷款有所放松，毕竟这可以让优质房企去并购一些资产负债较差的房企以此来保交付，保民生。

同时，这也就意味着目前房地产只是迎来了政策底，行业底还没有出现，考虑到明年基数偏高，房地产投资同比增速下行压力会更大。在这样的情况下，房地产对明年经济的拖累可能会更为明显。

在房地产投资下行之后，政策是想让新基建和绿色制造业补上这一块缺口的。

所以我们能够看到近期政策关于基建方面的表述明显增加，比如此前的国务院常务会议就表示一来要加快现有额度发行，力争在明年初形成更多实物工作量；二来可能会提前下达一部分专项债额度。

从 11 月 PMI 数据上也可以看到与基建相关的土木工程建筑业商务活动指数比上月上升 5.4 个百分点。

另外，新基建会成为后续基建发力的主要方向。近年来，制约基建发力的一个重要原因就是地方政府缺少满足监管条件的项目，旧项目现在也很难再有新意了。

因此政策开始强调发力新基建，比如《2030 年前碳达峰行动方案》就

表示要加快绿色交通基础设施建设等。此前副总理刘鹤发表的《必须实现高质量发展》也提到了要适度超前进行基础设施建设。

制造业方面的话，2022 年高技术制造业、绿色环保相关的制造业会成为政策发力的重点。

一方面《“十四五”工业绿色发展规划》等政策方案的提出，对绿色制造业等的发展提供了较大的政策支持力度；

另一方面，央行近期也推出了“碳减排支持工具”和“清洁高效利用专项再贷款”等，来助力相关行业发展，结构性宽信用也是后续央行要发力的点。

而无论是专项债提前发行，发力新基建还是加大对制造业的支持其实都离不开宽货币的支持。

在今年下半年经济下行压力逐渐加大的时候，货币政策在边际上就已经有所放松了，市场资金利率整体维持在一个平稳偏宽松的水平，9-11 月 DR007 的平均利率水平 2.17%，低于 2.2%的政策利率。

**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\\_30598](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30598)

