



任泽平：全面降准的原因、影响及展望



意见领袖 | 任泽平团队



图表：历次降准对比

时间	降准内容	释放基础货币	目的
2019.01.15	全面降准：降低金融机构存款准备金率 1 个百分点	15000 亿，加上即将开展定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金，净投放约 8000 亿	1) 对冲春节前资金压力；2) 支持企业融资
2019.05.15	定向降准：对仅在本县级行政区域内经营，或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于 100 亿元的农村商业银行，执行与农村信用社相同档次的存款准备金率(8%)	约 1000 家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约 2800 亿	支持民营和小微企业融资
2019.09.07	全面降准：全面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) 定向降准：额外对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 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点)	此次降准释放长期资金约 9000 亿元，其中全面降准释放资金约 8000 亿元，定向降准释放资金约 1000 亿元。降低银行资金成本每年约 150 亿元	1) 支持实体经济发展，降低社会融资实际成本；2) 完善对中小银行的“三档两优”政策框架，促进服务基层的城市商业银行加大对小微、民营企业的支持力度
2020.01.01	全面降准：于 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)。	全面降准释放长期资金约 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	有效增加金融机构支持实体经济的稳定资金来源，降低金融机构支持实体经济的资金成本，直接支持实体经济
2020.3.13	定向降准：于 2020 年 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。此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，支持发放普惠金融领域贷款。	以上定向降准共释放长期资金 5500 亿元	为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2021.7.9	全面降准：于 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)	降准释放长期资金约 1 万亿元	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
2021.12.06	全面降准：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)	降准释放长期资金约 1.2 万亿元	为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降

资料来源：Wind，泽平宏观

事件:12月6日,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)。本次下调后,金融机构加权平均存款准备金率为8.4%。

12月3日,李克强总理在会见国际货币基金组织总裁时提到“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。”

以126降准为标志,货币政策正式步入“转弯”阶段,即转向宽松,以支持新一轮稳增长。

本次降准力度大,信号意义强。如果说7月降准是预防性、对冲性的,那么本次降准就是实质宽松性的,投放增量基础货币。在经济面临新的下行压力、房地产风险明显暴露情况下,加大力度对冲经济下行压力,并支持实体经济、中小企业、科技创新、绿色经济、新基建,实现跨周期调节和高质量发展。

我们在2017年提出“新周期”,房地产、重化工业等传统行业落幕,新经济快速崛起,经历20年来最大的经济结构巨变。

2020年初提出“新基建”,新能源、数字经济、绿色经济等成为最大的投资机会。

2021 年初提出三大关键词“通胀预期、流动性拐点和市场风格切换”，均被验证。

年中我们判断，2021 年一季度是经济顶部，二三四季度边际放缓，经济正从滞涨转向衰退，未来的货币政策会对经济和市场逐渐转向友好，下半年-明年上半年重启宽松。未来的货币政策四部曲：不急转弯—慢转弯—转弯—轰油门。

1、原因：释放明显政策信号，新一轮稳增长启动，支持中小企业和新能源新基建

本次全面降准距离总理 12 月 3 日首提“适时降准”仅隔 3 天，主要的原因：

一是经济下行压力加大，新一轮稳增长启动。三季度 GDP 增速 4.9%，低于经济潜在增长率。三驾马车中，房地产销售和投资连续大幅回落，基建投资乏力，制造业投资仍有韧劲但呈放缓；受疫情扰动、就业和收入影响，消费增长压力仍然较大；出口仍强但新订单放缓。

近期政策持续释放出清晰信号，面对经济下行压力，新一轮稳增长启动：

11 月 18 日，李克强总理主持召开座谈会时重提“六稳六保”，特别是保就业、保民生、保市场主体；

央行三季度货币政策执行报告，首提“保持经济平稳运行的难度加

大”，删去“管好货币总闸门”和“坚决不搞‘大水漫灌’”的表述；

12月6日，中央政治局定调“明年经济工作要稳字当头、稳中求进”“继续做好六稳、六保工作，持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间”。

图表：公共政策对经济下行的确认

时间	事件	内容
2021.11.18	李克强主持召开经济形势专家和企业座谈会。	“我国经济出现新的下行压力，要在高基数上继续保持平稳运行面临很多挑战”，重提“六稳”“六保”，特别是保就业保民生保市场主体。
2021.11.19	央行发布第三季度货币政策报告。	央行判断经济持续恢复，但面临一些阶段性、结构性、周期性因素制约，保持经济平稳运行的难度加大，包括疫情多地散发、大宗商品价格高企等，表明政策制定者对于经济下行压力的担忧有所加大，通胀压力总体可控。
2021.12.06	习近平主持召开中共中央政治局会议，分析研究2022年经济工作。	继续做好“六稳”、“六保”工作，持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定，迎接党的二十大胜利召开。
		明年经济工作要稳字当头、稳中求进。宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策
		稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。

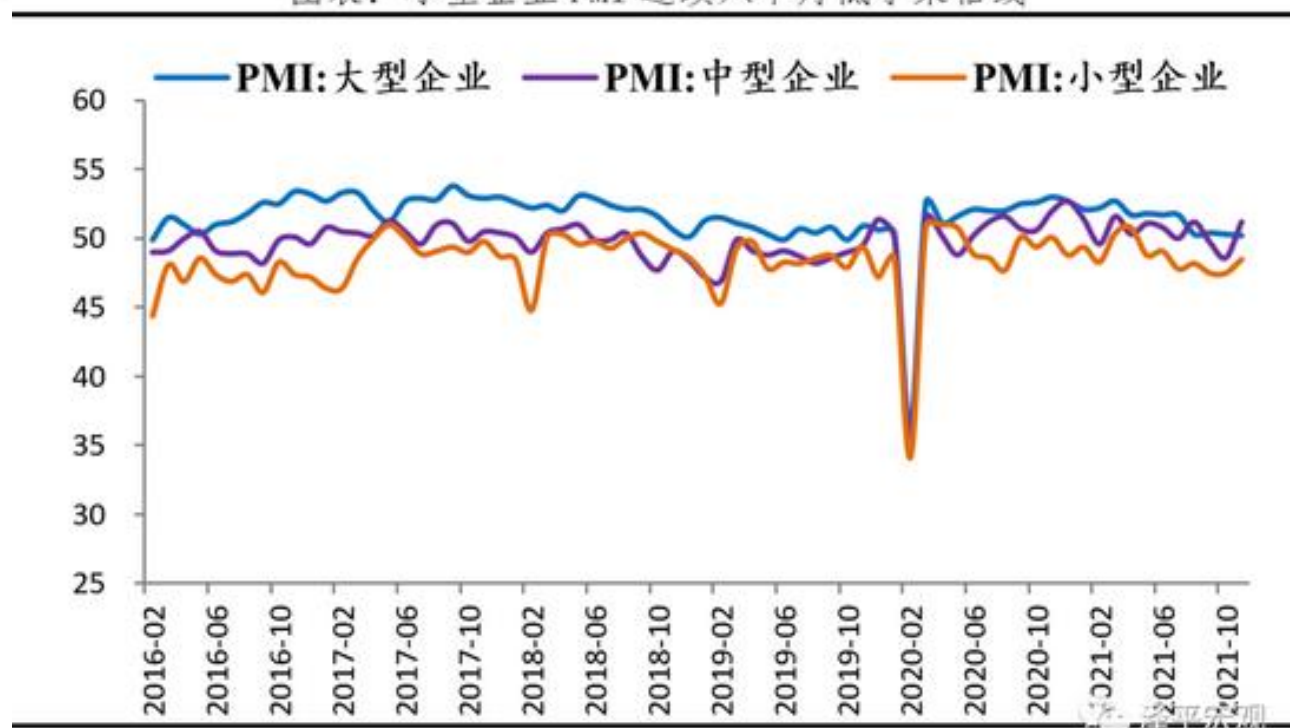
资料来源：Wind，泽平宏观

二是中小企业经营困难加大，就业形势严峻。中小企业经营状况牵动数以万计的就业和家庭，是保民生、保就业的基本盘。今年以来，经济K型复苏，疫情反复，上游成本涨价，叠加环保限产、拉闸限电影响，小微企业经营压力加大。尽管政策向中小企业倾斜，但由于弱势地位，中小企业经营压力尚未得到有效缓解。

10月大、中、小型企业PMI分别为50.3%、48.6%和47.5%，小型

企业 PMI 已经连续六个月低于荣枯线, 中型企业 PMI 也已连续两个月低于荣枯线。2021 年 10 月, 中小企业发展指数为 86.1, 较 9 月进一步有所下滑, 整体大幅低于疫情前水平, 其中中小企业经营效益指数今年已迎来九连跌, 低至 61.3。对比之下, 中小企业成本指数却远高于疫情前水平, 最高达到 121.1。

图表：小型企业 PMI 连续六个月低于荣枯线



资料来源: Wind, 泽平宏观

三是防范金融风险扩散和房地产硬着陆。房地产市场持续降温, 供给端, 在“三线四档”融资管理规则背景下, 房企资金承压, 部分房企陷入经营困境, 风险暴露; 需求端, 在限购限价、收紧房贷额度、房地产税将试点等政策下, 部分城市房价下跌, 居民购房观望情绪浓厚。

房地产销售和融资大降, 房企现金流紧张甚至债务危机, 不是少数个

别企业的问题，而是多数民营房企的问题乃至行业问题，土地市场大幅流拍增加经济下行压力，房地产市场正滑向临界点，本次降准将改善资金面，防范金融风险扩散和房地产硬着陆。

四是置换 MLF 到期。短期来看，12 月 15 日有 9500 亿 MLF 到期，续作压力较大，此时降准可最大程度置换 MLF，降低央行操作难度，稳定资金面跨年情绪。中期来看，2022 年 1-3 月 MLF 到期分别为 5000 亿、2000 亿和 1000 亿元，明年一季度 MLF 到期规模合计 8000 亿，考虑到春节（2 月 1 日）前后资金面压力，明年 1 月份的流动性需求较大，12 月份降准亦可稳定明年初资金面的基本盘，给金融机构优化资金结构提供充足的时间，有助于明年各项政策落实，引导金融机构支持实体经济。

图表：今年底明年初 MLF 到期量较大



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_30718

