

降准和定向降息有助于缓释债券市场流动性压力

联合资信宏观研究部

为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，12月6日，中国人民银行（以下简称央行）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）。本次下调后，大型金融机构存款准备金率为11.5%，中小型企业为8.5%，均创2016年6月以来最低水平，较2000年以来的最低水平7%尚有一定距离，后续仍然存在政策空间。12月7日，即在宣布全面降准的第二天，央行宣布自2021年12月7日起，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点，下调后3个月、6个月、1年期再贷款利率分别为1.7%、1.9%、2%，进一步推动降低中小微企业融资成本。上述政策组合拳体现了总体性和结构货币政策的密切配合，对于推动经济高质量稳步发展和缓释债券市场流动性压力具有积极作用。

1. 从本次政策组合拳的背景来看，应对经济下行压力是主要原因

对冲经济下行压力可能是降准和定向降息的首要原因。今年下半年以来，我国经济面临较大下行压力，主要受投资、消费增速下滑的拖累，第三季度GDP同比增长4.9%，较第二季度GDP增速明显放缓，且跌落至5%以下。进入第四季度以来，社会消费品零售额增速继续下滑，投资增速维持低位，一直比较强劲的净出口增长也出现拐点。制造业PMI在9月和10月连续两个月运行在收缩区间，11月小幅回升至50.1。其中，小型企业PMI连续7个月在临界点以下，长期处于收缩状态。可见，托底宏观经济、护住中小企业基本盘，对冲经济下行压力，应该是本次政策组合拳考虑的首要原因。

房地产行业风险释放需要更为宽松的货币金融环境。今年以来部分房地产企业风险持续暴露，房地产企业销售回款和融资压力较大。新房销售量和房企拿地量持续下降，房地产企业流动性紧张，境外债券、非标产品违约不断出现。同时，房地产开发企业大量拖欠上下游款项，造成建筑等企业现金流紧张，资产质量下降，对产业链和区域信用风险造成负面影响。近期房地产政策边际放松以及降准的实施再次印证监管层坚决守住不发生区域性、系统性信用风险的底线。

信贷增速下降，企业投资需求下降。今年以来，在房地产及城投等领域融资受到严格监管等多种原因影响下，人民币各项贷款余额增长逐渐下降，从1月的同比增长12.7%，下降到11月的11.9%，其中长期贷款余额增速下降尤快。同时，在上游原材料价格过快上涨，企业经营业绩下降，以及消费需求低迷的影响下，企业投资需求下降。临近年末各种账款拖欠更为严重，成为困扰民营中小企业发展的突出问题。以上情况造成内循环不畅，经济下行压力加大。

此外，今年国债发行进度较慢，12月预计国债净融资规模较大，叠加MLF到期9500亿元，会对市场造成一定的流动性压力。同时美联储货币政策收紧的预期比较明确，削减购债规模已经落地，明年开始加息几成定局，将对我国经济金融产生负面影响。这些因素应该也是此次全面降准的考虑因素。

2. 政策组合拳有助于缓释债券市场流动性压力

据央行测算，本次降准将释放长期资金约1.2万亿元，其中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。12月MLF到期量约为9500亿，如果MLF完全不续作的话，净释放资金为2500亿；如果按50%续作计算，则净释放长期资金近5000亿元。如此规模的资金释放将改善实体部门的流动性状况，有助于债券市场信用风险缓释。

本次降准，或将缓解房地产企业现金流和上下游资金链紧张状况，缓释债券市场流动性压力。近来，各地房地产政策出现松动，利率有所下降，购房需求有所回升。本次降准释放资金或将对房地产行业构成利好，有利于房地产企业销售回款，缓解房企和上下游企业现金流紧张状况。

改善中下游企业资金链，防范信用风险。当前PPI和CPI剪刀差仍然较大，中下游企业利润承压。中下游行业是中小企业聚集区，当前困扰民营中小企业发展的突出问题，是应收账款增长较快、被拖欠情况增多。这提高了企业的融资成本，进而侵蚀企业利润，造成实体经济企业资金链紧张，加速不良资产形成。本次降准和定向降息有助于加大对小微企业的支持力度，促进降低社会综合融资成本，为改善中下游企业资金链，防范信用风险产生积极作用。

3. 展望未来，稳健货币政策并未转向，但结构性宽松可期

对于此次全面降准，央行表示，稳健货币政策取向没有改变，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。

联合资信认为，目前我国货币政策并未转向宽松，仍然是保持流动性的合理充裕，但在宏观杠杆率下降的情况下，我国仍有运用多种货币工具的政策空间，推动经济高质量稳步发展。未来随着经济形势的变化，不排除再次实施全面降准的可能。央行将继续通过中小企业再贷款、碳减排支持工具等货币政策工具，精准直达，定点滴灌，持续为中小企业、绿色发展、科技创新等重点领域和薄弱环节提供支持，从而达到结构性信用扩张效果。在此背景下，债市信用风险将整体可控，不会出现系统性、区域性信用风险。