

日期：2019年5月7日



分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 证书编号：S0870517070002

## 早已部署 时间点兼顾

——央行定向降准点评 20190507

### ■ 主要观点：

此次降准仍然为定向调整，调整对象主要是服务县域的中小银行，使其采用与农村信用社档次相同的存款准备金率（8%）。早在4月的国务院常务会议当中，为落实两会政府工作报告中要求的“着力缓解企业融资难融资贵问题”，特别提出要进一步加大工作力度，确保小微企业融资规模增加、成本下降，抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架。这也意味着此次定向降准早在政策调整的工具库中。

此次约有1000家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约2800亿元，将全部用于发放民营和小微企业贷款。银行贷款在小微民企融资渠道中相对稳定且成本较低，这也显示了当前货币政策的重心仍然在解决小微和民企的融资难题，是央行推出的相关一系列举措的延伸，是金融供给侧结构性改革的进一步深化，优化金融供给结构和信贷资金配置，降低小微企业融资成本。

此次降准释放的资金有限，且分次到位，不足以弥补5月的资金缺口，因此降准更多的是信号意义。在宣布降准之前，美国总统特朗普宣称降重新提高关税，使得中美贸易谈判前景再次充满了不确定性。为对冲其负面影响，稳定市场预期，虽然降准方向已定，但落地的时间点明显兼顾了这方面的考虑。

此次降准另外一重大的信号意义在于其说明了货币政策没有转向。此前1季度例会重提“把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，政治局会议上重提结构性去杠杆，重提防风险，并且央行两度辟谣降准等等都让市场产生货币政策收紧甚至转向的预期。我们此前一直强调降准的必要性和可能性。降准从根源上看，是中国基础货币增长难以有效地持续扩张所决定的。不过结构性的工具将更受偏好，定向降准以及TMLF等手段将更受青睐。前期逆周期调节取得初步成效，经济运行好于预期，企稳初现，因此政策不必再下猛药，更不能大水漫灌，要着力疏通货币政策传导机制，缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题，要更加注重去结构性杠杆防风险。

## 事件：央行宣布定向降准

5月6日，为贯彻落实国务院常务会议要求，建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架，促进降低小微企业融资成本，中国人民银行决定从2019年5月15日开始，对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率。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，该档次目前为8%。央行表示，约有1000家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约2800亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。为稳妥有序释放资金，确保用于扩大普惠信贷投放，此次存款准备金率调整将于5月15日、6月17日和7月15日分三次实施到位。

### 事件解析：

#### 1. 准备金“三档两优”框架清晰

此次降准仍然为定向调整，调整对象主要是服务县域的中小银行，使其采用与农村信用社档次相同的存款准备金率（8%）。此次降准虽在意料之外，但也是在落实此前的政策部署。早在4月的国务院常务会议当中，为落实两会政府工作报告中要求的“着力缓解企业融资难融资贵问题”，特别提出要进一步加大工作力度，确保小微企业融资规模增加、成本下降，抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架。这也意味着此次定向降准早在政策调整的工具库中。

在经历去年以来的几次降准后，目前我国金融机构存款准备金率的基准档次大体可分为三档，即大型商业银行为13.5%、中小型商业银行为11.5%、县域农村金融机构为8%。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。（另外政策性银行执行7.5%的存款准备金率，财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司执行6%的存款准备金率）

在三档的基础上还有两项优惠政策可以享受，也就是普惠金融定向降准政策和新增存款一定比例用于当地贷款的相关考核政策。大型商业银行和中小型商业银行达到普惠金融定向降准政策考核要求可在相应基准档次上降低0.5个或1.5个百分点的存款准备金率；服务县域的银行达到新增存款一定比例用于当地贷款考核标准的，可享受

1个百分点存款准备金率优惠。央行已于2019年1月25日完成了2018年度普惠金融定向降准动态考核调整工作。根据央行货币政策报告中的数据显示,目前6家大型商业银行均至少达到普惠金融定向降准第一档标准,实际执行存款准备金率为12%和13%;中小型商业银行实际执行存款准备金率为10%、11%和11.5%;县域农村金融机构实际执行存款准备金率为7%和8%,绝大多数的金融机构均享受了优惠的存款准备金率。

此次调整之后,部分符合条件的中小银行将降至8%,至此我国整个“三档两优”的存款准备金框架更加清晰。

图 1 存款准备金“三档两优”框架

银行类型	三档	两优	实际准备金率
大型商业银行(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)	13.5%	大型银行和中型银行达到普惠金融定向降准政策考核标准的,可享受0.5个或1.5个百分点的存款准备金率优惠	12%和13%
中小型商业银行(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)	11.5%		10%、11%和11.5%
县域农村金融机构(农村信用社、农村合作银行和村镇银行)+部分县域农商银行(此次定向调整)	8%	服务县域的银行达到新增存款一定比例用于当地贷款考核标准的,可享受1个百分点存款准备金率优惠	7%和8%

资料来源:央行货币政策报告整理(政策性银行7.5%,财务公司、金融租赁和汽车金融公司6%)

## 2. 聚焦小微民金融资难题,“宽信用”政策延续

根据央行的数据显示,此次约有1000家县域农商行可以享受该项优惠政策,释放长期资金约2800亿元,将全部用于发放民营和小微企业贷款。银行贷款在小微民金融资渠道中相对稳定且成本较低,这也显示了当前货币政策的重心仍然在解决小微和民企的融资难题,是央行推出的相关一系列举措的延伸,是金融供给侧结构性改革的进一步深化,优化金融供给结构和信贷资源配置,降低小微企业融资成本。此次主要的调整对象为县域农商行,相较于其他大中型银行而言在服务民企和小微企业方面有着先天的优势。大中型银行受制于考核、风险偏好较低以及信息不对称等诸多因素,在加大对小微和民企的信贷支持问题上始终有所顾忌。而县域农商行扎根于当地,对当期企业情况也较为了解,可以更好地满足当地小微、民企的融资需求,是

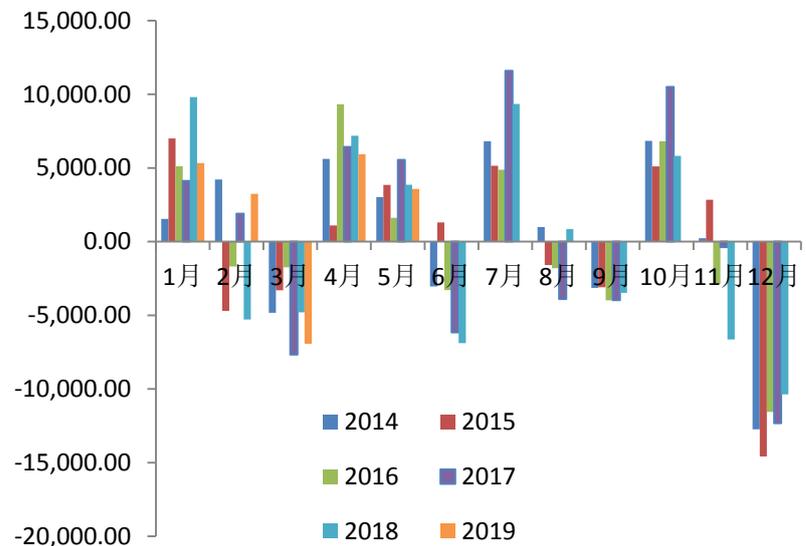
解决民企小微融资难题的不可忽视的重要力量。降准可以增加其中长期可用资金，释放其服务民营小微企业的能力，提升整体的服务水平，是宽信用政策的延续，有利于疏通货币传导机制。

### 3. 时间点的顾虑：中美贸易摩擦风波再起

虽然说此次降准早已在货币政策工具箱中，但央行宣布降准的时间却显得尤为意外。央行通常在收盘后宣布降准，避免降准信号对于当天交易产生过大的冲击。但此次当天却在股市开盘前宣布了降准。而央行此前已经两次辟谣降准传言，如此坚决的态度下降准又在短期内落地，也令市场备感意外。

而从流动性的角度来看，此次释放的资金偏少，约为 2800 亿元，并且将于 5 月 15 日、6 月 17 日和 7 月 15 日分三次实施到位，因此每次释放的资金大概不超过 1000 亿元。而根据 5 月的资金形势来看，5 月到期资金压力较小，目前将到期的逆回购规模有限，仅有 5 月 14 将有 1560 亿元 MLF 到期。而 5 月涉及到年度企业所得税的汇算清缴，因此缴税的影响相对较大。但根据近几年的情况来看，财政存款增加规模小于 4 月，预计今年 5 月将平均增加 3500 亿元左右，与财政支出相抵，抽水效应的压力有限。

图 2 财政存款变动情况

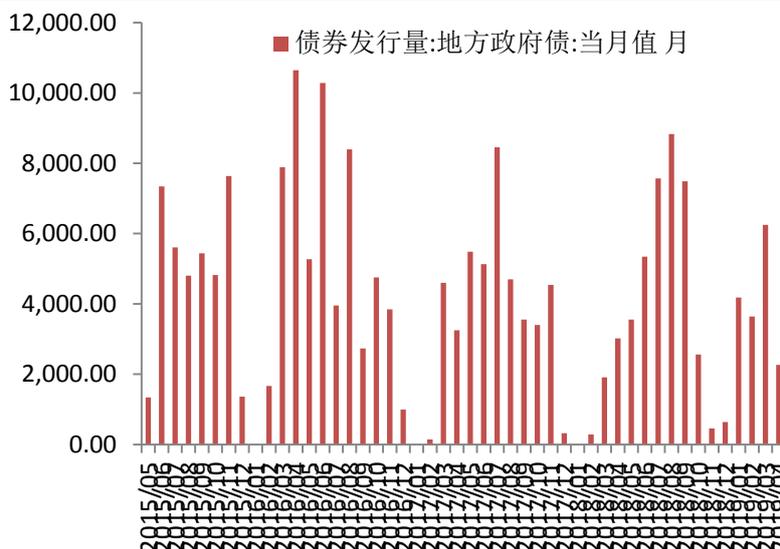


数据来源：wind，上海证券研究所

另外地方债的发行对资金面的影响也较大。今年地方债提前发行，提前下发了 1.39 万亿元新增地方债额度。而近期财政部也表示要加快债券发行进度，2019 年 6 月底前完成提前下达新增债券额度的发

行，争取在9月底前完成全年新增债券发行。这样就意味6月底之前完成1.39万亿新增地方债的发行，9月底之前完成3.08万亿的新增债券发行。根据财政部的数据显示，一季度地方债发行14067亿元。其中，发行一般债券6895亿元，发行专项债券7172亿元；按用途划分，发行新增债券11847亿元（包括新增一般债券5187亿元、新增专项债券6660亿元），发行置换债券和再融资债券2220亿元。今年前4个月，地方债一共发行1.63万亿元，其中新增债券发行1.29万亿元、占全年新增额度比重达42%。因此，5-6月的新增债券额度还剩1000亿元，5-9月的新增剩余额度为1.79万亿。根据近期的发行情况来看，4月份地方债发行明显减速，为2267亿元，较3月份的6245亿元大幅回落，结合剩余的额度情况，因此我们预计5月的发行规模将稳中有升。

图 3：地方债发行规模（亿元）



数据来源：wind，上海证券研究所

整体来看，此次降准释放的资金有限，且分次到位，不足以弥补5月的资金缺口，因此降准更多的是信号意义。在宣布降准之前，美国总统特朗普宣称降重新提高关税，使得中美贸易谈判前景再次充满了不确定性。此前中美贸易磋商已经进行了十轮，整体朝好的方向发展，关税重提大超市场预期。为对冲其负面影响，稳定市场预期，虽然降准方向已定，但落地的时间点明显兼顾了这方面的考虑。

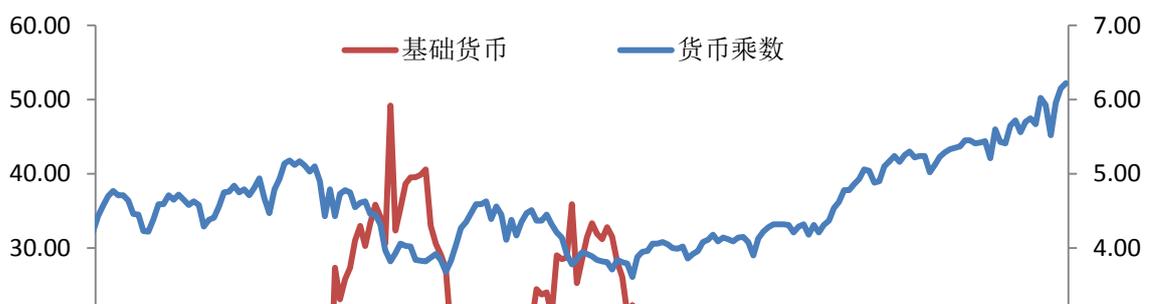
#### 4. 货币政策并非转向，降准仍可期待

此次降准另外一重大的信号意义在于其说明了货币政策没有转向。此前1季度例会重提“把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，

要求广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。另外政治局会议上重提结构性去杠杆，重提防风险，并且央行两度辟谣降准等等都让市场产生货币政策收紧甚至转向的预期。随后国务院政策例行吹风会上央行官员及时安抚市场情绪，强调货币政策松紧适度，谈不上收紧或者放松，始终与名义经济增速相匹配；央行短期的逆回购或者 MLF 操作是对短期流动性调节，并不代表货币政策的转向；建议直接看流动性（DR007）来判断松紧适度，目前就要保持流动性的合理充裕。以 DR007 的走势来看，当前的运行中枢虽较此前异常宽松有所回升，但整体仍偏宽，流动性合理充裕，而不是大水漫灌。

我们此前一直强调降准的必要性和可能性。降准从根源上看，是中国基础货币增长难以有效地持续扩张所决定的。从中国央行基础货币投放机制看，2014 年后，因外汇占款增长造成的被动货币投放就不再存在，中国货币增长的环境发生变化。由于新货币投放工具对货币利率的影响（新创工具在基础货币投放中比重提高，就相当于加息），为货币市场利率稳定考虑，新创工具的使用就受到很多限制，增长相对有限。截止 2019 年 3 月，基础货币仍然维持低增长的态势。中国未来要维持流动性相对平稳的态势，势必面临以下选择：降准、新创基准货币投放渠道。

图 4：中国流通货币增长平稳依靠货币乘数提高（同比，%）



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\\_12727](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12727)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn