

结构性货币政策再发力

——央行非对称降准点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

郑嘉伟（联系人）证书编号：S0280118070016

● **央行缘何此刻非对称降准。经济基本面复苏存在反复。**随着一季度季节性扰动因素下降，4月经济基本面数据恢复正常，其中，PMI比上月回落0.4个百分点，发电耗煤量同比增速较3月显著降低，供给端出现收缩；需求方面，虽然基建投资增速或将继续回升，但是房地产投资、制造业投资增速、社零增速、出口增速可能有所回落；未来猪周期启动，CPI同比增速或继续回升至2.5%；整体来看，未来经济复苏进程中仍存一定的反复性。**构建中小银行低存款准备金率框架。**4月17日，国务院常务会议提出实施好稳健的货币政策，抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架，因此，央行货币政策的着力点将从全面宽松走向稳健，更多地采取结构性货币政策工具，精准服务民营和中小微企业，释放的增量资金也主要用于民营和中小微企业贷款。**对冲到期流动性。**使用非对称降准这种定向宽松的货币政策工具，既可以为民营和中小微企业注入长期、低成本流动性，又可以尽可能精准滴灌，引导资金进入实体经济重点领域和薄弱环节。同时二季度流动性缺口较大，虽然央行已经通过“OMO+MLF+TMLF”对冲了到期的MLF，但二季度依然有8190亿元的MLF到期，选择5月15日非对称降准，有助于对冲5月14日到期的MLF，降低对金融体系流动性影响，有利于平抑资金面波动。

● **非对称降准对实体经济影响。**一是有助于降低中小微企业的融资成本。央行通过“非对称降准+TMLF+OMO”操作用于置换到期的中期借贷便利（MLF），提供的长期流动性直接降低相关银行付息成本，通过中小农商行传导有助于降低金融机构负债端成本，从而传导至实体经济，降低中小微企业的融资成本。二是有助于推动宽信用效果，逐步实现实体经济企稳。由于5月14日是MLF到期，5月15日通过非对称降准，有助于缓解高存款准备金率对中小农商行投放信贷的约束，降低银行体系因MLF到期产生的流动性回笼压力，提高宽货币向宽信用的传导，有利于经济提前企稳，实现金融更好的服务实体经济发展。三是有利于中小微和民营企业发展。此次央行非对称降准并非大水漫灌，主要是增加对中小微企业、民营企业等实体经济贷款资金来源投入力度比较大的中小农商行，所释放的资金有助于缓解小微企业和民营企业的融资难问题，从而提高金融服务实体经济的能力。

● **非对称降准对债市影响：**进入四月以来，货币政策微调争论较多，尤其是央行一季度例会重提“把好货币总供给闸门”，国常会和中央政治局会议“货币政策要松紧适度”。但是这并不意味着未来宽松货币政策的大方向会改变，未来结构性货币政策工具将成为货币政策的重点，因此这时候讨论宽松货币政策退出还为时尚早，短期货币政策在“灵活审慎”的前提下，维持“稳中偏松”的总基调不会改变，在经济基本面复苏存在反复的背景下，从而有利于债市行情的修复。

● **非对称降准对股市影响：**央行通过“非对称降准+TMLF+OMO”操作，短期释放的流动性有助于稳定资本市场预期，缓和中美贸易谈判不确定性对市场情绪的影响；随着估值修复，宽货币向宽信用传导，股市的投资机会依然取决于上市公司盈利水平的提高。

风险提示：政策落实不及预期

相关报告

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

贷款需求旺盛，经济有望逐步企稳——2019年第一季度央行问卷调查点评

2019-03-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设CBS并非中国版QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 央行缘何此刻非对称降准.....	3
2、 构建中小银行低存款准备金率框架.....	3
3、 非对称降准对实体经济及资本市场影响.....	4

图表目录

表 1: 存款准备金率并档.....	3
表 2: 央行六轮降准时间、释放流动性和操作方式.....	4

事件：2019年5月6日，央行公告，为贯彻落实4月17日国务院常务会议中建立对中小银行实行较低存款准备金率政策框架的要求，降低小微和民营企业融资成本，央行决定从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100亿元的农商行，执行与农村信用社相同档次8%的存款准备金率，目前约有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。

1、央行缘何此刻非对称降准

经济基本面复苏存在反复。随着一季度季节性扰动因素下降，4月经济基本面数据恢复正常，其中，PMI比上月回落0.4个百分点，发电耗煤量同比增速较3月显著降低，供给端出现收缩；需求方面，虽然基建投资增速或将继续回升，但是房地产投资、制造业投资增速、社零增速、出口增速可能有所回落；未来猪周期启动，CPI同比增速或继续回升至2.5%；整体来看，未来经济复苏进程中仍存一定的反复性。

构建中小银行低存款准备金率框架。4月17日，国务院常务会议提出实施好稳健的货币政策，抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架，因此，央行货币政策的着力点将从全面宽松走向稳健，更多地采取结构性货币政策工具，精准服务民营和中小微企业，释放的增量资金也主要用于民营和中小微企业贷款。

对冲到期流动性。使用非对称降准这种定向宽松的货币政策工具，既可以为民营和中小微企业注入长期、低成本流动性，又可以尽可能精准滴灌，引导资金进入实体经济重点领域和薄弱环节。同时二季度流动性缺口较大，虽然央行已经通过“OMO+MLF+TMLF”对冲了到期的MLF，但二季度依然有8190亿元的MLF到期，选择5月15日非对称降准，有助于对冲5月14日到期的MLF，降低对金融体系流动性影响，有利于平抑资金面波动。

2、构建中小银行低存款准备金率框架

央行易纲行长在两会记者会上曾表示下调存款准备金率还有一定空间，但比起前几年空间小很多，这可能意味着，经过2018年四次和2019年年初两次降准后，央行会对全面降准更加慎重，未来非对称降准将成为常态。此次非对称降准，主要是针对资产规模小于100亿元的县域农商行，将之前执行11%和10%的存款准备金率降至与农村信用社、村镇银行等相同档次8%，经过这次非对称降准之后，1000家县域农商行存款准备金将整体从平均10%左右水平降至8%，净释放资金2800亿元，通过并档有利于中小银行低存款准备金率框架构建和完善。

表1：存款准备金率并档

金融机构	普惠金融档次	2019年1月25日(%)	2019年5月6日(%)
工行、农行、中行、建行、基准		13.5	13.5
交行、邮政储蓄	普惠金融第一档	13	13
	普惠金融第二档	12.5	12.5
股份行、城商行、非县域农商行、民营银行、外资银行	基准	11.5	11.5
	普惠金融第一档	11	11
	普惠金融第二档	10	10
县域农商行	基准	11	8
	普惠金融	10	7

金融机构	普惠金融档次	2019年1月25日(%)	2019年5月6日(%)
农合行、农信社、村镇银行基准		8	8
	普惠金融	7	7
农业发展银行	—	7.5	7.5
财务公司、金融租赁公司、—		6	6
汽车金融公司			

资料来源：中国人民银行官网、金融监管研究院、新时代证券研究所

表2：央行六轮降准时间、释放流动性和操作方式

	时间	释放流动性	操作方式
第一轮	2018年1月25日	4500亿元	普惠金融定向降准
第二轮	2018年4月25日	置换到期的MLF9000亿元定向降准0.5个百分点，同时释放增量资金约4000亿元	
第三轮	2018年7月5日	可释放资金7000亿元，其下调国有大型商业银行、股份制商业银行5000亿元用于债转股，业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行2000亿元用于小微企业贷；非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点	
第四轮	2018年10月15日	对冲到期的MLF4500亿元下调部分金融机构人民币存款准备金率1个百分点，可再释放增量资金约7500亿元	
第五轮	2019年1月4日和1月25日	1对冲春节前现金投放造成流动性波动和到期的MLF，净释放资金约8000亿元	
第六轮	2019年5月15日	构建中小银行低存款准备金率框架，释放长期资金，存款准备金率降至8%约2800亿元。	

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、非对称降准对实体经济及资本市场影响

非对称降准操作对实体经济的影响。一是有助于降低中小微企业的融资成本。央行通过“非对称降准+TMLF+OMO”操作用于置换到期的中期借贷便利(MLF)，提供的长期流动性直接降低相关银行付息成本，通过中小农商行传导有助于降低金融机构负债端成本，从而传导至实体经济，降低中小微企业的融资成本。二是有助于推动宽信用效果，逐步实现实体经济企稳。由于5月14日是MLF到期，5月15日通过非对称降准操作，有助于缓解高存款准备金率对中小农商行投放信贷的约束，降低银行体系因MLF到期产生的流动性回笼压力，提高宽货币向宽信用的传导，有利于经济提前企稳，实现金融更好的服务实体经济发展。三是有利于中小微和民营企业发展。此次央行非对称降准并非大水漫灌，主要是增加对中小微企业、民营企业等实体经济贷款资金来源投入力度比较大的中小农商行，所释放的资金有助于缓解小微企业和民营企业的融资难问题，从而提高金融服务实体经济的能力。

对债市影响：进入四月以来，货币政策微调争论较多，尤其是央行一季度例会

重提“把好货币总供给闸门”，国常会和中央政治局会议“货币政策要松紧适度”。但是这并非意味着未来宽松货币政策的大方向会改变，未来结构性货币政策工具甚至利率并轨将成为货币政策的重点，因此这时候讨论宽松货币政策退出还为时尚早，短期货币政策在“灵活审慎”的前提条件下，维持“稳中偏松”的总基调不会改变，在经济基本面复苏存在反复的背景下，从而有利于债市行情的修复。

对股市影响：央行通过非对称降准+TMLF+OMO 操作，短期释放的流动性有助于稳定资本市场预期，缓和中美贸易谈判不确定性对市场情绪的影响；随着估值修复，宽货币向宽信用传导，股市的投资机会依然取决于上市公司盈利水平的提高。

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_12756

