



证券研究报告·宏观研究报告
2020年4月7日

首创宏观“茶”：

4月20日大概率下调1年期LPR报价，存款基准利率的下行正在路上

——4月3日央行降准点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 4月3日，中国人民银行决定于2020年4月对中小银行定向降准，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率。我们点评如下：
- 一、央行再次定向降准，货币政策宽松趋势及力度符合我们的预期；
- 二、制造业利润总额累计同比受疫情冲击最大，定向降准可谓“及时雨”；
- 三、下调超额存款准备金利率打开利率中枢下移空间；
- 四、持续定向降准叠加增加再贷款再贴现额度，助推2020年M2同比达9%以上；
- 五、本月大概率下调4月MLF利率以及1年期LPR报价。

目录

一、央行再次定向降准，货币政策宽松趋势及力度符合我们的预期.....	3
二、制造业利润总额累计同比受疫情冲击最大，定向降准可谓“及时雨”	3
三、下调超额存款准备金利率打开利率中枢下移空间.....	4
四、持续定向降准叠加增加再贷款再贴现额度，助推 2020 年 M2 同比达 9%以上.....	4
五、本月大概率下调 4 月 MLF 利率以及 1 年期 LPR 报价.....	5

事件：4月3日，中国人民银行决定于2020年4月对中小银行定向降准，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率。

点评：

一、央行再次定向降准，货币政策宽松趋势及力度符合我们的预期

在327政治局会议之后，中央明显加大宏观政策逆周期调节力度，如3月31日李克强总理主持召开国务院常务会议，确定再提前下达一批地方政府专项债额度，增加面向中小银行的再贷款再贴现额度1万亿元。在《3月27日政治局会议点评：政治局会议加大对冲力度，扩内需着力于基建与消费（20200331）》中，我们明确提出，“在实现2020年经济目标面临较大难度的背景下，327政治局会议指出，‘要加大宏观政策调节和实施力度’，‘要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施’。这里面有三个关键词组：第一个是‘抓紧研究’，表明在‘疫情防控取得阶段性重要成效’的背景下，中央迫切需要经济增长走上正轨，‘抓紧研究’预示后期政策出台速度将加快，力度将加大，如3月30日央行超预期下调OMO利率20个基点；第二个是‘积极应对’，意味着要充分发挥主观能动性，创造条件拉动经济增长，实现预定目标；第三个是‘一揽子’，表明此次逆周期调节不是单个政策的‘单线作战’，而是要有序推出系列组合政策，实现财政政策、货币政策以及就业政策的良性协调与互动”。在3月13日定向降准之后，4月3日央行再次定向降准，符合我们在327政治局会议点评中的判断，也符合我们在《2月经济数据点评：稳就业压力加大，更大力度的对冲政策不会缺席（20200317）》中的前瞻判断：“在2月城镇调查失业率录得6.20%，且在3-6月大幅下降的可能性不大的背景下，预计3-6月更大力度的对冲政策不会迟到，更不会缺席”。

二、制造业利润总额累计同比受疫情冲击最大，定向降准可谓“及时雨”

3月13日普惠金融定向降准的政策目标是“为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本”，而本次中小银行定向降准的政策目标是“为支持实体经济发展，促进加大对中小微企业的支持力度，降低社会融资实际成本”。与3月13日普惠金融定向降准相比，多了“促进加大对中小微企业的支持力度”的表述，表明在海内外疫情冲击下，小微、民营企业的经营困境引起中央的高度关注，对小微、民营企业的纾困成为目前宏观经济政策的核心。海外方

面，目前海外疫情拐点未现，海外确诊人数已破126万，如果2季度海外经济体经济增速萎缩15%至20%，则预计2020年全年经济增速录得负增长；国内方面，如不放松约束，我国实现2020年经济目标面临较大难度。在此背景下，中小企业面临极大的压力，一方面，企业营业收入因为疫情的缘故大为缩减，另一方面，企业经营成本居高不下，进而导致资金链紧张。这一点也可从工业企业利润数据得到佐证，总体看海外疫情对我国制造业利润总额累计同比的冲击力度最大，体现在两个方面：一是与采矿业与电力热力燃气及水的生产和供应业相比，制造业利润总额累计同比取值最低，仅为-42.70%；二是与自身过往相比，录得2014年2月以来的最低值，而采矿业与电力热力燃气及水的生产和供应业均未跌破前低。众所周知，中小企业是我国目前宏观经济的核心与焦点所在，在此背景下央行加大对中小微企业的支持力度，“把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置，注重定向调控”，实行定向降准可谓“及时雨”。

三、下调超额存款准备金利率打开利率中枢下移空间

央行本次政策操作的略超预期之处是，“决定自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%”。如第一部分所述，考虑到327政治局会议指出，“要加大宏观政策调节和实施力度”，“要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施”，因此下调超额存款准备金利率虽然在具体操作上超预期，但是就宽松趋势而言并不超预期。超额准备金是存款类金融机构在缴足法定准备金之后，自愿存放在央行的钱，由银行自主支配，可随时用于清算、提取现金等需要。人民银行对超额准备金支付利息，其利率就是超额准备金利率。本次央行下调超额存款准备金利率，有三点政策含义：一是自从2008年从0.99%下调至0.72%后，超额准备金利率一直未做调整，如今时隔12年再次下调，属于“大动作”，表明央行在货币政策宽松力度上有重大考虑；二是目前超额存款准备金利率是我国利率走廊的下限，下调超额存款准备金利率，表明后期OMO利率与MLF利率下调的空间将被打开，意味着利率中枢大概率下移；三是在对中小银行定向降准的同时，辅以下调超额存款准备金利率，可促进银行更好地服务实体经济特别是中小微企业，与西方部分国家实行的负利率，在趋势与方向上“异曲同工”。

四、持续定向降准叠加增加再贷款再贴现额度，助推 2020 年 M2 同比达 9%以上

3月22日央行陈雨露副行长在国新办发布会上表示，要分阶段把握货币政策的力度、节奏和重点，实现M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配，并且可以略高一些。陈雨露副行长的讲话，释放出重大政策信号。我们知道， $M2 = \text{基础货币} \times \text{货币乘数}$ ，要推升M2，可从基础货币与货币乘数数量方面着手。货币乘数方面，完整的货币乘数计算公式是： $k = (Rc + 1) / (Rd + Re + Rc)$ ，Rd、Re、Rc分别代表法定准备金率、超额准备金率和现金在存款中的比率。其中，法定存款准备率是决定货币乘数的重要因子。可以观察到的现象是，央行在2011年12月开启降准周期，此后大型存款类金融机构的法定存款准备金率从21.5%的历史高位，一路单边下降至目前的12.5%，与此同时，在持续降准的推动下，货币乘数从3.61的低点，震荡上行至目前的6.58。在基础货币方面，在前期3000亿元防疫专项再贷款以及5000亿元再贷款再贴现额度的基础上，国务院第88次常务会议确定，进一步强化对中小微企业提供普惠性金融支持，增加面向中小银行的再贷款、再贴现额度1万亿元。三次加总的1.85万亿属于基础货币，或者说是高能货币。在基础货币不断增加，货币乘数持续上行的“双击”下，预计2020年M2同比大概率较2019年的中枢上移，有可能达9%以上，而社会融资规模存量同比有望达11%以上，实现“M2和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配，并且可以略高一些”的目标。

五、本月大概率下调4月MLF利率以及1年期LPR报价

根据央行公告，此次定向降准可释放长期资金约4000亿元，平均每家中小银行可获得长期资金约1亿元，有效增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源，还可降低银行资金成本每年约60亿元，通过银行传导有利于促进降低小微、民营企业贷款实际利率，直接支持实体经济。同样根据央行公告，3月16日定向降准“每年还可直接降低相关银行付息成本约85亿元”。此前市场预期3月20日央行有可能下调1年期LPR利率，但最晚1年期LPR保持不

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_6015

