

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50586798

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50586982

## 定向降准如约而至, 新阶段货币战疫打响

——宏观点评

### 证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2020年04月03日

#### 相关研究

- 1 《宏观报告: PMI 弹回扩张域, 国常会不松懈降息降准在路上-宏观点评》 2020-04-01
- 2 《宏观报告: 政策加码支持新阶段抗疫—政治局会议解读-宏观专题》 2020-03-28
- 3 《宏观报告: 美元流动性危机暂时缓解, 中长期衰退风险犹存-宏观专题》 2020-03-25
- 4 《宏观报告: 降准如期而至, 经济边际改善可期-宏观点评》 2020-03-14
- 5 《宏观报告: 油价缓释通胀压力, 国常会明确货币抗疫加码-宏观专题》 2020-03-12

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

#### 事件:

4月3日, 央行决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和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4月15日和5月15日分两次实施到位, 每次下调0.5个百分点, 共释放长期资金约4000亿元。中国人民银行决定自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%。

#### 观点:

- 政策对冲是主旋律: 全球经济面临停摆, 各国央行出台刺激经济政策, 经历了黑色3月, 美联储无限QE, 几乎打光所有子弹, 缓解了流动性危机, 但美股短暂修复后仍处低迷, G20峰会释放5万亿美元刺激计划, 创历史之最, 经济政策的外部环境极大改善, 27日中央政治局会议和31日的国常会要求更积极的政策对冲疫情影响, 更大力度的逆周期调节正在赶来的路上。
- 本次降准定向与普惠结合: 将监管审核和普惠金融对接, 意在降低融资成本助力复产。普惠的方面: 时隔12年央行将于4月7日下调金融机构超额准备金率35BP; 定向的方面: 本月和下月15日两次分别下调50BP, 针对中小银行, 包括: 农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行。
- 国常会提前释放降准信号: 31日国务院三箭齐发: 第一支, 中小银行定向支持, 包括: 增加中小银行再贷款再贴现额度1万亿元, 定向降准、小微金融债、引导信用债多增等; 第二支, 提前下发地方政府专项债或7000亿; 第三支, 新能源汽车购置补贴和免征车辆购置税政策延长2年。叠加27号政治局会议后, 央行30号OMO操作7天逆回购利率2.2%, 较前次下调了20bp。
- 经济下行叠加疫情影响, 逆周期政策发力恰逢其时, 市场充分反映疫情不利冲击, PMI指标暂时反弹但持续性存疑, 经济数据走弱已在预期, 复产加快有助经济底部边际修复, 本次定向降准激发实体经济活力, 有利于提振市场信心。
- 投资建议: 短期关注货币政策发力助力金融板块修复, 中期医药、线上文娱、5G等板块仍有动能; 中长期关注大消费和新基建板块。

风险提示: 经济增速下行过快; 疫情控制不及预期; 中美关系多变

## 内容目录

1. 政策对冲是主旋律 .....	3
2. 经济修复需要政策兜底 .....	4
3. 总结与建议 .....	5

## 图表目录

图 1: 疫情防控叠加复产加速提振 PMI 反弹 .....	5
图 2: 阶段补库但需求仍不支撑工业品价格 .....	5
图 3: 外贸指数反弹但仍处收缩域 .....	5
图 4: 人民币汇率整体坚挺, 3 月有所走弱 .....	5
表 1: 货币工具仍将继续发力 .....	6

## 1. 货币政策对冲是主旋律

全球经济面临停摆，各国央行出台刺激经济政策，经历了黑色3月，美联储无限QE，几乎打光所有子弹，缓解了流动性危机，但美股短暂修复后仍处低迷，G20峰会释放5万亿美元刺激计划，创历史之最，经济政策的外部环境极大改善，27日中央政治局会议和31日的国常会要求更积极的政策对冲疫情影响。

4月3日央行官网发文：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，中国人民银行决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和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4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元。中国人民银行决定自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%。

中国人民银行实施稳健的货币政策更加灵活，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，兼顾内外平衡，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，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。

本次降准特点体现在三个层面：

一是定向性。疫情冲击最为显著的是小微企业，由于规模小，融资成本高，信用等级低，小微企业考虑自身资质会选择从中小银行获取贷款，因此央行希望资金流入小微企业，从信贷端口最好的办法就是降低中小银行的融资成本。本次定向降准面向中小银行，包括两类机构，一类是农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行等农村金融机构，另一类是仅在省级行政区域内经营的城市商业银行。获得定向降准资金的中小银行有近4000家，在银行体系中家数占比为99%，是服务中小微企业的重要力量。进一步降低中小银行存款准备金率，将增加中小银行的资金实力，有助于引导其以更优惠的利率向中小微企业发放贷款，扩大涉农、外贸和受疫情影响较严重产业的信贷投放，增强对实体经济恢复和发展的支持力度。

二是普惠性。此处的普惠有三个角度的含义：一是，普降超额准备金率35BP，降低了所有金融机构的信贷成本；二是对实体经济的普惠，大型企业可以从大型银行获取贷款，也可以从中小银行获取，但区别是银行对小微民营企业放贷能够获得满足政策引导的指标。政策中性得以体现，普惠的价值也彰显。三是对银行系统的普惠，获得定向降准资金的中小银行有近4000家，在银行体系中家数占比为99%。覆盖面广，涉及领域宽，政策力度大。

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。此次定向降准分4月15日和5月15日两次实施到位，防止一次性释放过多导致流动性淤积，确保降准中小银行将获得的全部资金以较低利率投向中小微企业。此次降准后，超过4000家的中小存款类金融

机构（包括农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行、财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司等）的存款准备金率已降至 6%，从我国历史上以及发展中国家情况看，6%的存款准备金率是比较低的水平。

三是导向性。本次定向降准具有承上启下的功能，银行监管的考核每年都有新的变化，虽是普惠并不是一刀切和大锅饭，对改善企业融资环境，激励银行向关键领域提供信贷支持有导向作用，没有达标的银行会争取提高普惠贷款占比，已经达标的银行希望保持并获得下次定向降准的累计优惠，银行资金充裕了也就能更好服务实体，可以节约符合要求的银行的付息成本。

降准不是一个孤立的事件，要和当前国家的货币政策基调相结合，降准释放的是量能，同时对于 LPR 引导的利率下行也有推动作用，过去出现信用风险不是资金不足，更是银行惜贷，现在改善货币环境，需要做到“量价配合”，在价格上，LPR 在不同期 MLF 上加点借助公开市场操作预调微调；在量能上，降准释放长期资金，帮银行节约资金成本，宽裕可贷资金的规模；在方向上，定向结构性的优惠叠加银行每年的监管指标激励银行信贷资金向特定领域流入。因此，从这个角度看 4 月 20 日 LPR 顺应降息的概率增大，或在 10BP 以上。

## 2. 经济修复需要政策兜底

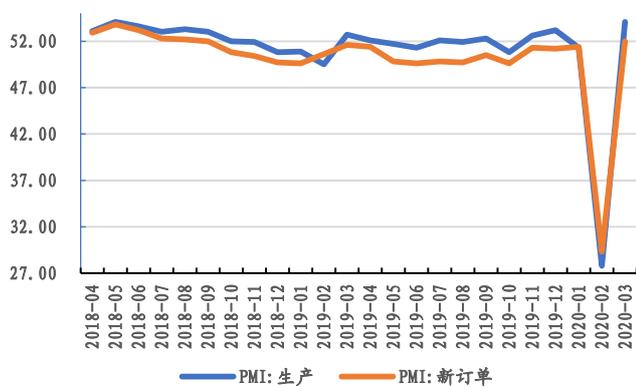
宏观经济仍然脆弱，政策呵护必不可少。3 月中采制造业 PMI 明显反弹，主因在全国范围内的复工在 3 月份实现了 80%以上，叠加 3 月份宏观政策频频发力支持企业复产；另一方面，我们不可过于乐观，1-2 月份消费增速仅-20.5%；投资增速 24.5%；外贸增速-17.2%，工业增加值增速-25.9%，市场对一季度中国经济增速的预期为-2.8%。PMI 受主观预期提振反弹只能反映方向上修复改善，但是程度上和持续性上都不能精准反映，再叠加外需不确定仍大，欧美主要工业国家成了疫情新的震原。因此 31 号国常会召开，明确将重点工作放在如何刺激内需上。

可称为三箭齐发：第一支，中小银行定向支持，包括：增加中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，定向降准、小微金融债、引导信用债多增等；第二支，提前下发地方政府专项债或 7000 亿；第三支，新能源汽车购置补贴和免征车辆购置税政策延长 2 年。

其中第一支就是货币政策，要定向降准，提升信用环境，保障金融供给，后两支分别为财政发力和刺激消费。选择 4 月货币政策定向与普惠的结合，可能考虑三点：一是，从 PMI 指标的供需结构上看，生产指数表现好于新订单指数，且无论是绝对数还是涨幅上，两个指标的剪刀差扩大，说明拖累经济的症结在消费，消费的关键在居民就业收入，在控制失业率，而中小微民营企业创造了 90%以上的就业机会，稳住了企业实体就是保住了居民工作，就是提振了信心促进了消费，对银行系统 90%以上的中小银行予以精准支持，将会传导至小微企业实体；二是，从 PMI 库存与价格指标上看，工业品价格依然低迷（2 月 PPI 为-0.4%，且 3 月或继续跌幅扩大），而对应的是居民 5.2%的 CPI，2-3 月的阶段补库完成，却没有能提振工业品价格，除了大宗商品价格走弱外，出厂价格下行的根本原因是下游需求不旺，灵活的货币政策就是要借助货币工具和货币现象来引导市场理性预期，从而刺激投资与消费；三是监管激励和政策引导，

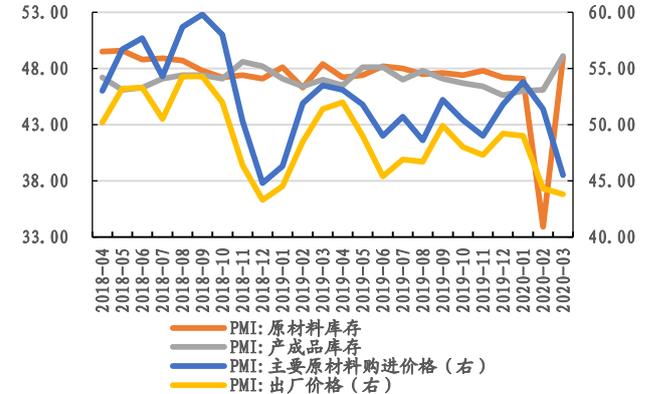
防止信贷系统断贷惜贷，需要定向降准为银行减负，使得金融供给的意愿增强。上述三点或是定向普惠政策的初衷。

图 1: 疫情防控叠加复产加速提振 PMI 反弹



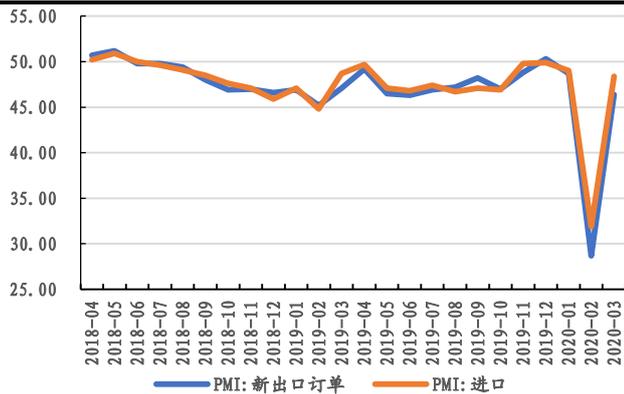
资料来源: 中原证券, wind

图 2: 阶段补库但需求仍不支撑工业品价格



资料来源: 中原证券, wind

图 3: 外贸指数反弹但仍处收缩域



资料来源: 中原证券, wind

图 4: 人民币汇率整体坚挺, 3月有所走弱



资料来源: 中原证券, wind

政策对冲方面，外部环境上，各国央行降准降息的大环境形成，人民币汇率基本稳定在 7% 的水平，减少了货币空间的顾虑，央行未来仍将保障银行间流动性合理充裕，信贷对实体的支持由下不断向上，定向定向援助为小微企业融资难，信用环境挂结改善，财政赤字，经济制

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\\_6065](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6065)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn