

首席经济学家：任泽平

研究员：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

研究助理：王孟嫫

✉ wangmengmo@evergrande.com

如何让降息降准有用？

——点评3月定向降准和2月金融数据

宏观研究

点评报告

2020/3/16

事件：

1. 中国人民银行决定于2020年3月16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。以上定向降准共释放长期资金5500亿元。

2. 中国2月新增人民币贷款9057亿元，预期11960亿元，前值33400亿元。2月社会融资规模增量为8554亿元，前值50700亿元。中国2月M2同比增8.8%，预期8.5%，前值8.4%。

1. 核心观点：

1) 此次降准有两大亮点，注重疏通货币传导渠道，完善“三档两优”框架。一是以2019年普惠金融定向降准考核制度作为标准。二是针对股份制商业银行额外“奖励”定向降准1个百分点。

2) 从降准原因来看，疫情对海内外经济和金融市场冲击全面显现，国内三农和小微企业资金周转困难，央行宽信用支持小微和民营企业融资，疏通货币传导渠道。从国内来看，疫情冲击全面显现，2月PMI、核心通胀均创新低，PPI再次转负。从海外来看，疫情扩散，全球经济脆弱性上升，市场恐慌及避险情绪持续升温，海外金融市场剧烈动荡。

3) 从流动性情况来看，2020年初至今，央行基础货币净投放量远高于去年同期，再贷款、再贴现为代表的结构性投放贡献了主要增量，市场流动性充裕。总量性投放层面，2020年1-2月基础货币净投放量小幅高于去年同期。结构性投放层面，2020年2月再贷款、再贴现额度大幅增加8000亿元，是基础货币的主要增量来源。

4) 从影响来看，对于商业银行，定向降准疏通货币传导渠道，降低银行资金成本每年约85亿元，缓解息差压力，引导资金流向小微和民企。对于实体经济，一方面有助于降低小微、民营企业贷款实际利率，减轻利息支出负担，另一方面增加企业贷款，助力企业复工复产，减轻现金流及资金链压力。对于资本市场，有助于缓解近期海外流动性紧张下外资抛盘局面，一定程度上利好股市债市。

5) 2月金融数据低于预期，疫情影响全面显现，政策支持效果显著，但短贷大增、结构恶化。总量上，2月社融同比少增1111亿元，低于预期，存量增速10.7%持平上月；信贷同比多增199亿元，政策支持效果显著。结构上，政府债券、非标融资是社融主要拖累，企业债构成主要支撑；信贷结构不佳，企业战疫信贷是主要支撑，但疫情冲击下企业资金紧张、长期投资需求不足，短期融资占比大幅上升。

6) 展望下一阶段，我们认为货币政策宽松方向未变。是否会继续降息？经济下行叠加海外疫情蔓延，国内货币宽松窗口期将延长，但仍以小幅多次降息为主。是否会下调存贷款基准利率？调整存贷款基准利率并非

优选，在央行政策选择中处于靠后位置。

7)未来的政策重点应是将投放的流动性支持实体经济,这需要货币政策、财政政策、产业政策相配合,其中“新基建”是对冲疫情和经济下行的最简单有效手段,具有乘数效应、带动效应和放大效应,兼顾短期稳增长和长期补短板。

图表：2019 年以来历次降准情况对比

时间	降准内容	释放基础货币	目的
2019.01.15	全面降准： 降低金融机构存款准备金率 1 个百分点	15000 亿，加上即将开展定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金， 净投放约 8000 亿	1) 对冲春节前资金压力；2) 支持企业融资
2019.05.15	定向降准： 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(8%)	约 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	支持 民营和小微企业 融资
2019.09.07	全面降准： 全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司） 定向降准： 额外对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 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点)	此次降准 释放长期资金约 9000 亿元 ，其中 全面降准释放资金约 8000 亿元 ， 定向降准释放资金约 1000 亿元 。降低银行资金成本每年约 150 亿元	1) 支持实体经济发展，降低社会融资实际成本；2) 完善对中小银行的“三档两优”政策框架，促进服务基层的城市商业银行加大对 小微、民营企业 的支持力度
2020.01.01	全面降准： 于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。	全面降准 释放长期资金约 8000 多亿元 ，中小银行获得长期资金 1200 多亿元 ，降低银行资金成本每年约 150 亿元	有效 增加金融机构 支持实体经济的 稳定资金来源 ，降低金融机构支持实体经济的 资金成本 ， 直接支持实体经济
2020.3.13	定向降准： 于 2020 年 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。此外对符合条件的 股份制商业银行 再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。	以上定向降准共 释放长期资金 5500 亿元	为支持实体经济发展，降低社会 融资实际成本

资料来源：中国人民银行，恒大研究院

2.此次降准有两大亮点，注重疏通货币传导渠道，完善“三档两优”框架。

其一，2019 年普惠金融定向降准考核制度作为标准。2018 年起央行逐步建立该制度，注重疏通货币传导渠道。

其二，针对股份制商业银行额外“奖励”定向降准 1 个百分点。以往普惠降准大多针对农商行、城商行，此次专门针对达标的股份制银行额外定向降准 1 个百分点，能够有效加大对小微、民营企业的信贷支持力度。

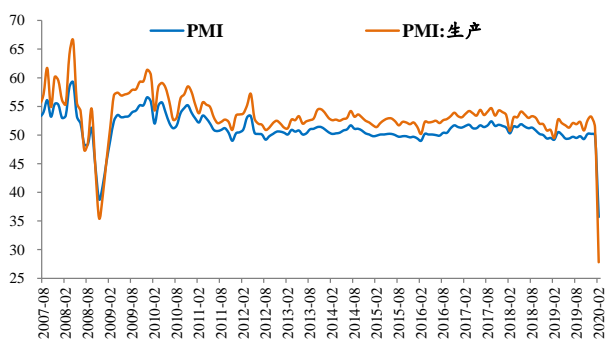
3.从降准原因来看,疫情对海内外经济、金融市场冲击全面显现,央行时隔2天迅速落实国务院会议精神,宽信用支持小微和民营企业融资,疏通货币传导渠道。

3月11日国务院常务会议提出“抓紧出台普惠金融定向降准措施,并额外加大对股份制银行降准力度。”;时隔2天央行迅速操作,落实会议精神,释放长期资金5500亿元,力度不如1月份的8000亿元,总体上更加落实到疏通货币政策传导,缓解小微和民企资金周转困难。

从国内经济来看,一方面,疫情冲击全面显现,2月PMI、核心通胀均创新低,PPI再次转负。另一方面,受疫情影响,三农和小微企业资金周转困难,此次普惠定向降准更注重精准滴灌。

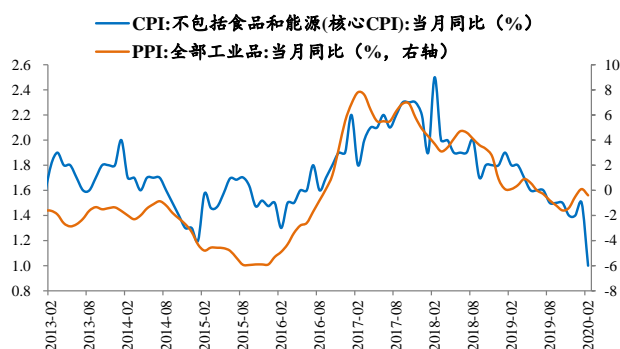
宏观经济层面,疫情冲击全面显现。1)消费方面,消费需求大幅降低,2月汽车产销28.5万辆和31.0万辆,环比下降均为83.9%,同比下降79.8%和79.1%,降幅明显高于上月。2)投资方面,人流物流受阻、工人返城工厂复工延迟,制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。2月制造业PMI和非制造业PMI大幅降至35.7%、29.6%,创历史新低。3)出口方面,1-2月,疫情冲击下我国出口总值大幅下降15.9%,同时,2月下旬以来疫情在全球多地扩散,或对外需造成进一步冲击。4)通胀方面,2月核心CPI同比1%创新低,近两周猪肉、蔬菜价格均已出现下行,PPI受全球油价影响再次转负为-0.4%,通胀对货币政策的约束减少。

图表: 2月PMI创新低



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表: 2月核心通胀创新低, PPI转负



资料来源: Wind, 恒大研究院

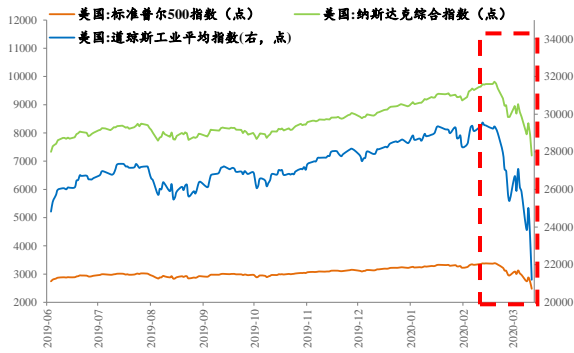
房地产方面,面对疫情影响房地产行业雪上加霜。其一,房地产销售基本接近零。根据CRIC监测,春节期间88个重点城市商品房成交量相比2018年春节假期减少63%,部分三四线城市零成交。其二,房地产企业财务风险和金融风险大幅上升。销售回款大幅下降,短期基本为零,但房企还本付息、商票兑付、工资等各类刚性支出规模较大,未来房地产行业的财务风险、金融风险等形势更趋严峻。其三,房地产投资大幅下降,增加经济下行压力。根据中指院,2020年1月300城住宅用地招拍挂成交金额2221亿元、同比下降21%。

从海外来看,疫情扩散,全球经济脆弱性上升,市场恐慌及避险情绪持续升温,海外金融市场剧烈动荡。

股市方面,全球股市大幅下跌,美股两次触发熔断。1)美国方面,道琼斯指数、标普500、纳斯达克综合指数全面持续下跌,年初至今跌幅超过20%,3月9日美股开盘跌停,触发熔断机制,为近23年来首次,3月12日再次跌停。2)欧洲方面,年初以来,英国富时100、德国DAX、法国CAC40指数均下跌接近30%。3)亚洲方面,年初至今日经225指数下跌接近30%。

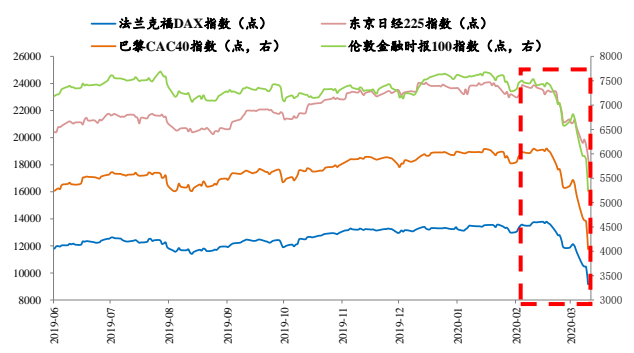


图表：美国股指两次触及熔断



资料来源：Wind，恒大研究院

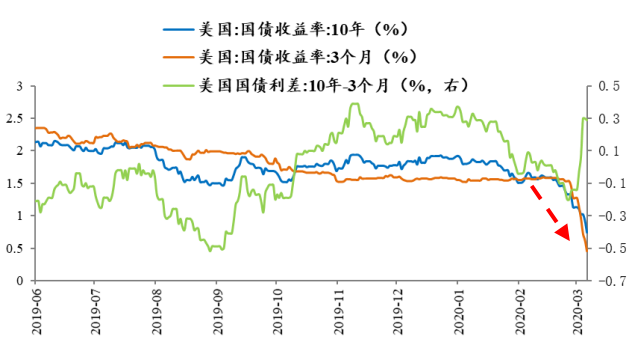
图表：欧洲、日本股市全面下跌



资料来源：Wind，恒大研究院

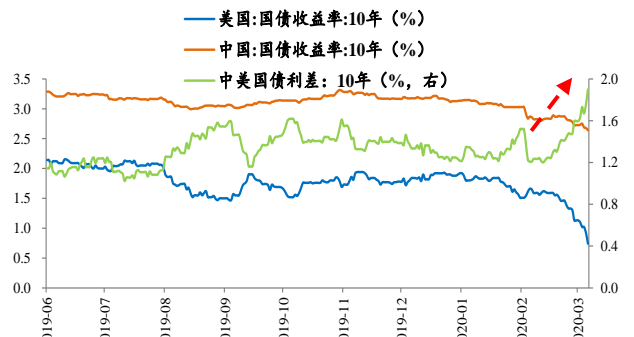
债市方面，全球经济系统性风险上升，投资者恐慌情绪下追逐避险资产，主要经济体国债收益率大幅走低。1) 美国方面，美债收益率大幅走低，10年国债收益率在3月初跌破1%后持续下行至0.39%，创历史新低。2月下旬至3月初美联储降息前，10年美债与3个月美债利差持续为负，收益率曲线倒挂。2) 欧洲方面，德、法10年国债收益率已分别下行至-0.85%、-0.37%，英国下行至0.4%。3) 中国方面，2月下旬以来，海外疫情扩散驱动债市第二轮上涨，10年国债收益率一度下行至2.52%，创2003年以来的历史新低，中美利差仍一度接近200BP，中国国债配置价值凸显。未来，在全球经济下行风险上升、投资者避险情绪持续、国债相对配置价值上升、外资入市多因素驱动下，收益率曲线有望由牛陡走向牛平。

图表：10年美债收益率下行至0.39%



资料来源：Wind，恒大研究院

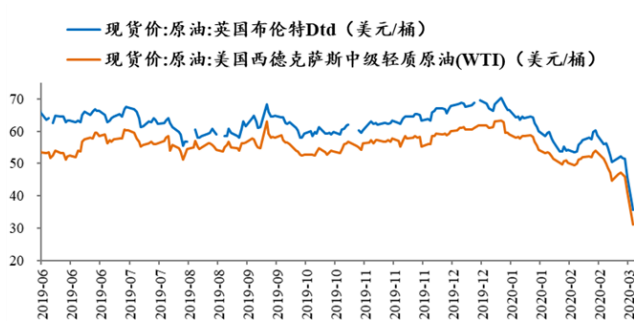
图表：中美利差一度扩大至近200BP



资料来源：Wind，恒大研究院

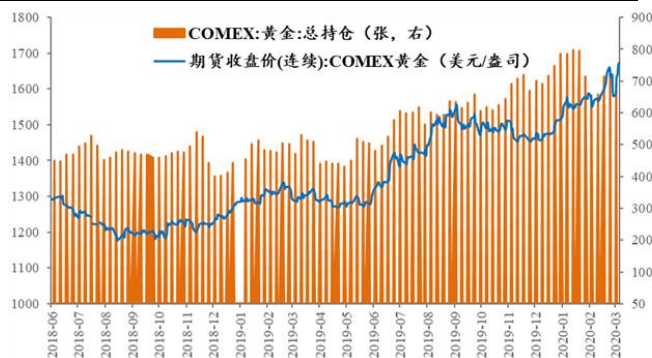
大宗商品方面，原油价格大幅下跌，黄金价格震荡上行。1) 原油市场，疫情导致原油需求放缓叠加沙特掀起原油价格战，国际原油价格在双重因素影响下大跳水。3月9日美国WTI原油价格下跌至31美元/桶，英国布伦特原油价格降至35美元/桶，单日跌幅均逾20%。2) 黄金市场，金价在避险情绪、通缩预期双重博弈下震荡上行。2月初至2月20日，投资者避险情绪下，黄金作为优质避险品种价格上行，2月下旬受通缩预期抬升影响，价格回落约5%，3月初美联储超预期降息后恢复上涨趋势，3月至今涨幅约6%。

图表：原油价格大幅下跌



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：黄金价格上涨

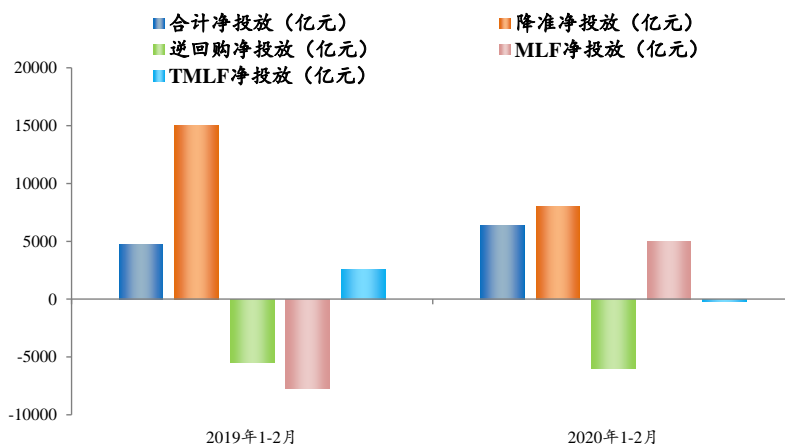


资料来源：Wind，恒大研究院

4.2020 年初至今，央行基础货币净投放量远高于去年同期，再贷款、再贴现为代表的结构性投放贡献了主要增量，市场流动性充裕。

总量性投放层面，2020 年 1-2 月基础货币净投放量小幅高于去年同期。1) 从规模来看，2020 年 1-2 月，央行通过降准、OMO、MLF、SLF、PSL、TMLF 各渠道累计投放流动性总量超过 5.5 万亿元，净投放量达 6366 亿元，相较 2019 年同期净投放 4692 亿元，小幅增长 1675 亿元。其中，2 月广义公开市场操作净回笼基础货币 3735 亿元，相较去年同期 7426 亿元的净回笼规模，同比少减 3691 亿元。2) 从节奏来看，2 月 3-4 日，为对冲疫情影响，央行开市两日公开市场逆回购操作总投放量合计 1.7 万亿元，创历史新高，有效起到稳定预期、提振信心的作用。2 月下旬，随着公开市场操作自然到期，央行逐步收回节后投放的短期流动性，维护货币市场平稳运行。流动性总量合理充裕，政策体现出灵活适度特点。

图表：2020 年 1-2 月总量层面净投放小幅增长



资料来源：Wind，恒大研究院

结构性投放层面，2020 年 2 月再贷款、再贴现额度大幅增加 8000 亿元，是基础货币的主要增量来源。1) 从规模来看，2 月 7 日，央行设立 3000 亿元专项再贷款，定向支持疫情防控重点企业，2 月 26 日，央行增加支农支小再贷款再贴现额度 5000 亿元，其中支农、支小再贷款额度分别为 1000 亿元、3000 亿元，再贴现为 1000 亿元，重点用于中小银行发放中小微企业信贷，支持民营小微企业复工复产。本次再贷款再贴现的增加额度为近年最高，超过 2018 年及 2019 年的全年新增额度 4000、2500

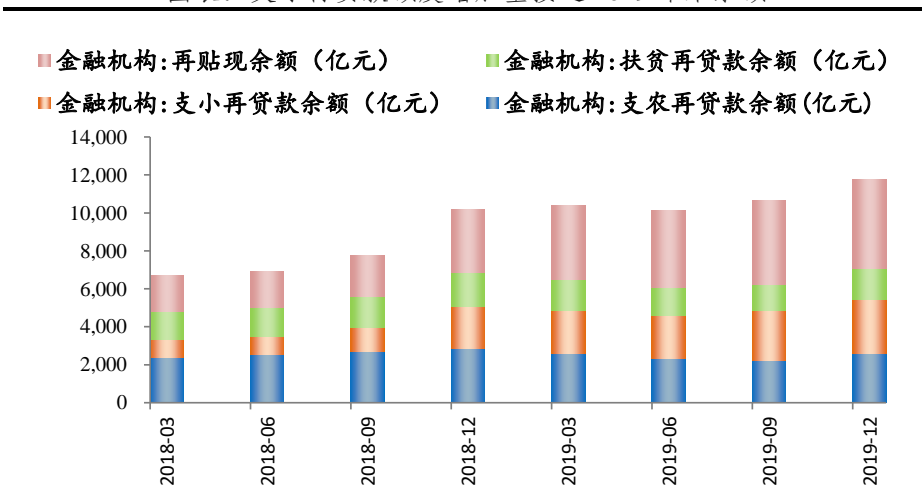
亿元，支小再贷款额度增加量接近其 2019 年末余额。2) 从目的来看，央行通过基础货币的结构性投放，定向传导民营及小微企业信用扩张，引导实体经济融资成本降低，助力疫情下的经济稳定目标，体现货币政策精准滴灌的特点。

图表：2018 年至今再贷款再贴现历次额度变化

时间	对象	内容
2020 年 2 月	“三农”、小微企业	新增支农、支小再贷款和再贴现额度各 1000、3000、1000 亿元，合计 5000 亿元
2019 年 7 月	小微、民营企业	新增支小再贷款额度 500 亿
2019 年 6 月	--	增加再贴现额度 2000 亿元
2018 年 12 月	小微、民营企业	新增再贷款和再贴现额度合计 1000 亿元
2018 年 10 月	小微、民营企业	新增再贷款和再贴现额度合计 1500 亿元
2018 年 6 月	“三农”、小微企业	新增支农支小再贷款和再贴现额度各 500 亿元，合计 1500 亿元

资料来源：中国人民银行，恒大研究院

图表：支小再贷款额度增加量接近 2019 年末余额



资料来源：Wind，恒大研究院

5. 从影响来看，定向降准疏通货币传导渠道，降低商业银行负债成本，引导资金流向小微和民企，带动企业复工复产，利好资本市场。

1) 对银行信贷的影响：定向降准释放长期资金，有效增加银行信贷资金来源，降低负债成本，缓解息差压力。此次定向降准释放长期资金 5500 亿元，有效增加银行支持实体经济的稳定资金来源，在疫情冲击背景下，支撑新增信贷投放，支持地方政府专项债的发行，缓解股份制银行、中小银行负债端压力。同时，降准可降低银行资金成本每年约 85 亿元，有效降低银行负债成本，有助于缓解贷款利率持续下行、LPR 存量换锚对银行净息差的冲击。

2) 对实体经济的影响：定向降准有助于降低融资成本、增加实体经济融资可得性，降低偿债风险，减轻现金流压力，支持企业复工复产。其一，降准定向传导下，有利于降低小微、民营企业贷款实际利率，带动实体经济融资成本下行，减轻企业利息支出负担，降低偿债风险，化解局部危机。其二，疫情全面冲击下，企业短期资金周转需求上升、中长期投融资需求下降。定向降准有助于提升实体经济尤其是中小微、民营企业的融

资可得性，增加企业贷款，支持企业复工复产，缓解疫情冲击下的现金流及资金链压力。其三，普惠金融定向降准政策如期出台，股份制银行额外降准，表明央行货币政策工具箱的充足性及操作上的灵活性，有助进一步对冲疫情带来的负面冲击，稳定市场预期。但值得注意的是，疫情全面冲击实体经济需求，单靠降准无法实际缓解，金融机构和实体企业预期的改善需要更丰富的逆周期政策组合。

3) 对资本市场的影响：一定程度上利好股市债市。其一，降准增加银行体系整体流动性，带动市场利率下行，叠加实体经济下行背景下银行风险偏好下降、资产荒问题凸显，部分资金或进入资本市场。同时，近期海外股市大跌导致海外机构流动性紧张，外资抛盘影响下国内股市、债市齐跌，降准将缓解资金紧张局面，一定程度上利好股市债市。其二，2月中旬以来，海外疫情持续扩散、全球避险情绪上升、风险偏好下降是资本市场主导逻辑，债市受益程度或大于股市。其三，央行要求股份制商业银行将额外降准释放的1500亿元资金用于发放普惠金融领域贷款，有助于定向引导降准资金投向实体经济，一定程度上避免资金在资本市场空转。未来仍需进一步打通货币政策向实体经济的传导渠道，将货币用到真正能激发经济增长潜力的领域。

6. 疫情对需求端冲击全面显现，社融数据不及预期。战疫信贷效果明显，信贷同比多增，但结构恶化，短期融资占比大幅上行。

2月社融同比少增1111亿元，低于预期，疫情对需求端冲击全面显现。从总量来看，2月新增社会融资规模8554亿元，同比少增1111亿元，1-2月合计新增社融5.92万亿元，同比多增2717亿元。2月末社会融资规模存量为257.2万亿元，同比增速10.7%，与1月持平。疫情对需求端冲击集中显现，实体经济中长期投资需求下滑、短期流动性需求上升，政策面发力从供给端托底。

从结构来看，政府债券、非标融资是主要拖累，企业债构成主要支撑。政府债券方面，2月新增1824亿元，同比少增2523亿元，主要受统计口径影响构成拖累。2月Wind统计下地方政府债净融资额超4000亿元，但近3000亿元集中在2月最后一周，央行统计标准以中债登托管口径为准，发行与托管存在时间差。1-2月地方政府债发行较去年同期明显提速，3月政府债券仍将对社融构成支撑。表外融资方面，未贴现票据大幅减少3961亿元，同比多减858亿元，反映复工推迟、交易活动减少影响下，企业开票意愿低。信托贷款同比多减503亿元，主要受实体融资需求下滑、机构现场调查等业务延期影响。企业债方面，2月新增3860亿元，同比大幅多增2985亿元。银行间市场流动性充裕、信用债发行利率下行明显、战疫相关债券发行提速，共同带动企业债多增。

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_6501

