

日期：2020 年 4 月 4 日



分析师：胡月晓
TEL: 021-53686171
huyuxiao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

《降准就是降息》 2020 年 1 月 2 日

定向降准、反向降息 提高乘数

——央行部分降准政策点评

■ 主要观点：

“定向+部分”：延续深化结构性货币政策框架

为达到货币的结构性投放和流动性结构性分布的目的，中国现行的准备金利率体系为“三档两优”。从 2020 年以来的迄今的 3 次降准行为看，1 月份的普降是对“三档”均降准，3 月份的定向降准是对符合普惠金融优惠标准的机构扩大了优惠幅度，对得到 0.5 个百分点准备金率优惠的股份制商业银行再额外定向降准 1%，由原来的 0.5% 增加到 1.5%。此次降准，是对“三档”中地方金融机构下调存款准备金率 1%，分 2 次下调。综合来看，今年的 3 次降准，2 次调档（1 月和 4 月）、1 次扩优（3 月）。

反向降息推动中小金融机构主动加大投放力度

一般来说，市场言及“降息”，总是指商业银行从中央银行获得基础货币的成本下调。对于商业银行存在在中央银行的准备金，利息支付方为中央银行，因此，此轮央行的降息为“反向”降息。央行通过各种基础货币投放工具实施的“正向”降息，目的显然是降低基础货币的成本，通过商业银行信用创造和各类经营过程的传导效应，降低市场利率体系的水平。然而，“反向”降息的作用，主要是通过降低商业银行闲置资金的收益，推动商业银行的信贷投放，促进全社会的信用扩张。本轮反向“降息”应能让货币乘数再有 0.2-0.5 的提升。

有效降低中小企业借贷利率

前期的政策组合在降低了货币市场利率的同时，实际上并没有有效降低中小企业融资利率。在疫情冲击下，经济短期运行压力加大，信贷市场风险压力上升；由于疫情对中小企业经营冲击最为明显，因而中小企业信贷风险的压力也最为明显。此次定向降准，在有效增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源的同时，还将进一步减少小型银行在货币市场上的融资需求，进一步推动货币市场利率下行。

稳定资本市场预期

“疫情”扰动影响着中国政策出台的节奏和时间点，影响着市场心理预期。要改变海外疫情恶化及市场动荡给国内资本市场带来的影响，当前最需要的是预期管理。因此，在节奏上把本就需要的“双降”提前，对于增强国内市场信心，有着重要的现实影响。随着国内市场波动率的高位回落，股市短期见底的态势愈发明了。

降准暂歇、降息继续

降准将暂歇、降息仍将继续，未来 6 个月内或许只有降息不再需要降准配合。虽然从基础货币投放角度，中国仍然需要进一步下调 RRR。此次“反向”降息对货币乘数的扩张，是否能取得成效，政策需要 3-6 月的时间来观察。核心 CPI 持续低迷的局面表明，中国物价环境并不构成对降息政策的制约，“降息”仍是未来必不可缺的政策选项，未来再出台仍是大概率事件。

事件：中国央行决定定向降准，并下调超额存款准备金利率

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。

事件解析：政策背景和特征意义

1. 海外“疫情”恶化延缓经济复苏

进入3月份后，中国“新冠”疫情防控成效逐渐体现，疫情得到有效控制，经济复工进程逐渐展开。一直以来，市场对疫情对中国经济影响存在着只有短期扰动的预期；如若不是海外疫情恶化，疫情对中国经济的影响，或仅如2003年之SARS对中国经济运行的扰动：短暂1Q的有限扰动后，中国经济增长趋势不变。然而，海外疫情在3月份后，有恶化和失控态势。与中国上下一致对疫情防控高度重视的共识不同，海外民众和政府即使在已呈现严重态势的3月中下旬，对如何防控仍没有形成共识，轻视情况比较普遍。3月下旬后，全球疫情确诊人数突破20万，随后各国普遍采用了类似中国的全民隔离措施，要求民众社交保持安全距离，并很快升级到“封国”。

图1 海外疫情恶化仍味道拐点态势（日）



数据来源：Wind，上海证券研究所

3月8日，意大利对北部伦巴第大区采取封闭措施；10日，全国封城，“封国”概念成为市场新词。伴随，疫情在全球的恶化，“封国”成为越来越多的国家选择，欧洲、中东等地的多个国家，及美国、印度都相继宣布了大范围的严厉隔离举措，一时间“封国”成为全球各国应对“新冠”疫情的常见现象。在此种形势下，中国的外贸订单下降形势很是严峻；海外订单的下滑，给国内复工复产带来了很大压力。此外，中小企业是这轮全球疫情冲击中受影响程度相对较大。一方面，中小企业抗风险波动能力本来就弱；另一方面，中国企业经营产品多维日常生活普通用品，这些商品在疫情影响下萎缩也相对严重，使得广大中小企业面对疫情变化时，形势更显严峻！

因此，虽然我国货币政策一直存在着对普惠金融的支持，以及前期定向降准已对中小企业采取了针对性的信贷支持，但仍需有针对性的加大力度。

2. “定向+部分”：延续深化结构性货币政策框架

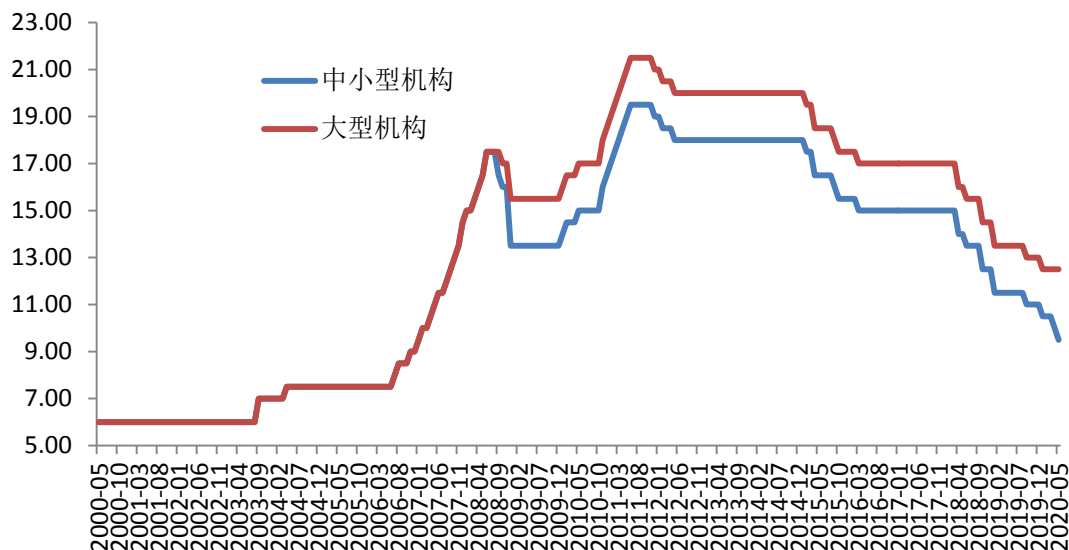
从货币政策操作的变动趋势上看，货币当局对定向投放的重视度日益上升。将传统的总量工具用于结构调整，既是中国在宏观调控上的创新，也是中国对货币经济学上的政策工具重新认识的一大理论贡献！为达到货币的结构性投放和流动性结构性分布的目的，中国现行的准备金利率体系为“三档两优”——对大型商业银行、中小型商业银行和县域农村金融机构实行不同的三档存款准备金率；在各自适用基准档次的基础上，中国人民银行还实施了两种优惠准备金率，即对金融机构经营普惠金融达到一定比例标准，和县域金融机构新增存款用于当地信贷投放达一定标准的，按照相关考核政策，给予优惠准备金率。对于符合普惠金融考核标准的，额外降低0.5-1.5%；县域机构资金当地使用符合标准的，额外再降1%。

按现有的划分标准，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。

从2020年以来的迄今的3次降准行为看，1月份的普降是对“三档”均降准，3月份的定向降准实际上并没有下调各档的基准适用准备金率，而是对符合普惠金融优惠标准的机构扩大了优惠幅度，对得到0.5个百分点准备金率优惠的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，由原来的0.5%增加到1.5%。此次降准，是对“三档”中地方金融机构下调存款准备金率1%，分2次下调。央行表示，此次降准后，将有超过4000家的区域性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) 存款准备金率降至 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。综合来看，今年的 3 次降准，2 次调档(1 月和 4 月)、1 次扩优(3 月)

图 2 中国金融该机构基准 RRR 变化(%, 月)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

3. 反向降息推动中小金融机构主动加大投放力度

此次央行在定向降准的同时，还实施了反向“降息”——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%。一般来说，市场言及“降息”，总是指商业银行从中央银行获得基础货币的成本，如通过再贷款、再贴现和回购窗口获得的各类资金，各种工具的利率下调才是“降息”。对于商业银行存在在中央银行的准备金，利息支付方为中央银行，因此，此轮央行的降息为“反向”降息。

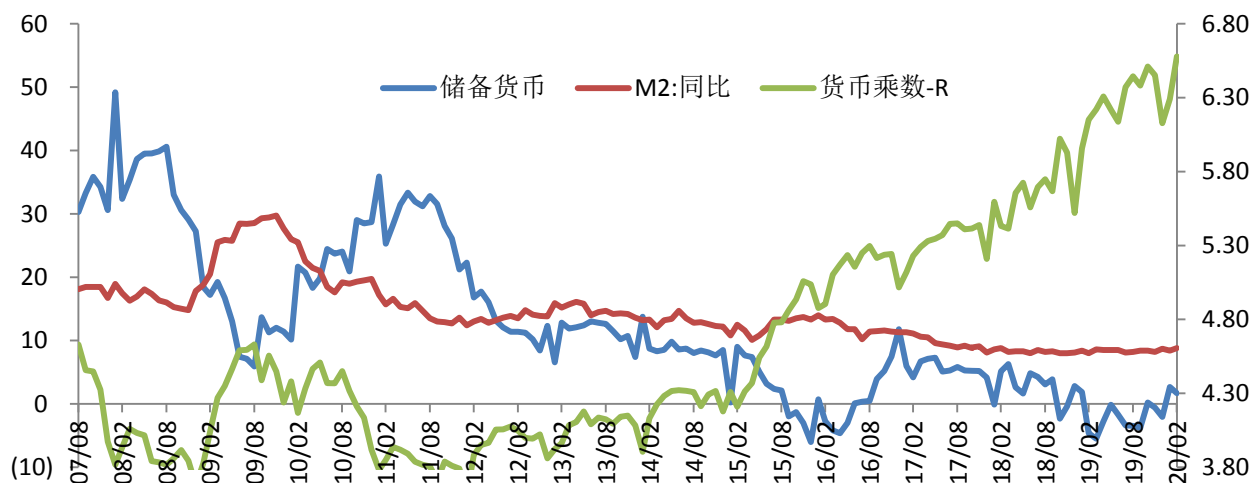
央行通过各种基础货币投放工具实施的“正向”降息，目的显然是降低基础货币的成本，通过商业银行信用创造和各类经营过程的传导效应，降低市场利率体系的水平。然而，“反向”降息的作用，主要是通过降低商业银行闲置资金的收益，推动商业银行的信贷投放，促进全社会的信用扩张。央行指出，超额准备金是存款类金融机构在缴足法定准备金之后，自愿存放在央行的钱，由银行自主支配，可随时用于清算、提取现金等需要。降低这部分资金的收益，显然可以促使商业银行减少各金融机构在中央银行的闲置准备金，即压缩超额准备，从而达到提高货币乘数的效应。

2015 年 H2 以来，中国货币增长的平稳，主要靠货币乘数的提高来维持。由于国际经济和金融形势的变化，外汇占款已难再有持续性的、接近中国经济增速的增长，也由于中国央行至今没有以直购资产作为

基础货币投放主渠道，而仅以创设工具作为基础货币投放主渠道，这使得准备金市场利率抬高的同时，增长不足。2019年后，中国基础货币再度出现经常性收缩，使得同期广义货币的平稳，更加依靠货币乘数的提高来维持；而提高货币乘数提高的重要基础，就是存款准备金率的下调。不过对此局面，央行早有预料-央行早在以提高RRR对冲外汇占款被动增长时期，就明确指出，RRR锁定的货币为“资金池”。此外，随着中国金融深化和金融发展，即资本市场的全面深化发展，货币乘数本身也有提高的趋势。

然而，由于经济压力上升和市场风险上行，金融机构经营有周期性保守倾向，RRR调整的货币乘数提高效应或受到影响。显然，除了降低存款准备金外，通过促使银行加大信用扩张力度，也是提高货币乘数的重要手段。因此，本轮反向“降息”应能让货币乘数再有0.2-0.5的提升。

图3 中国流通货币增长平稳一直依靠货币乘数提高（同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

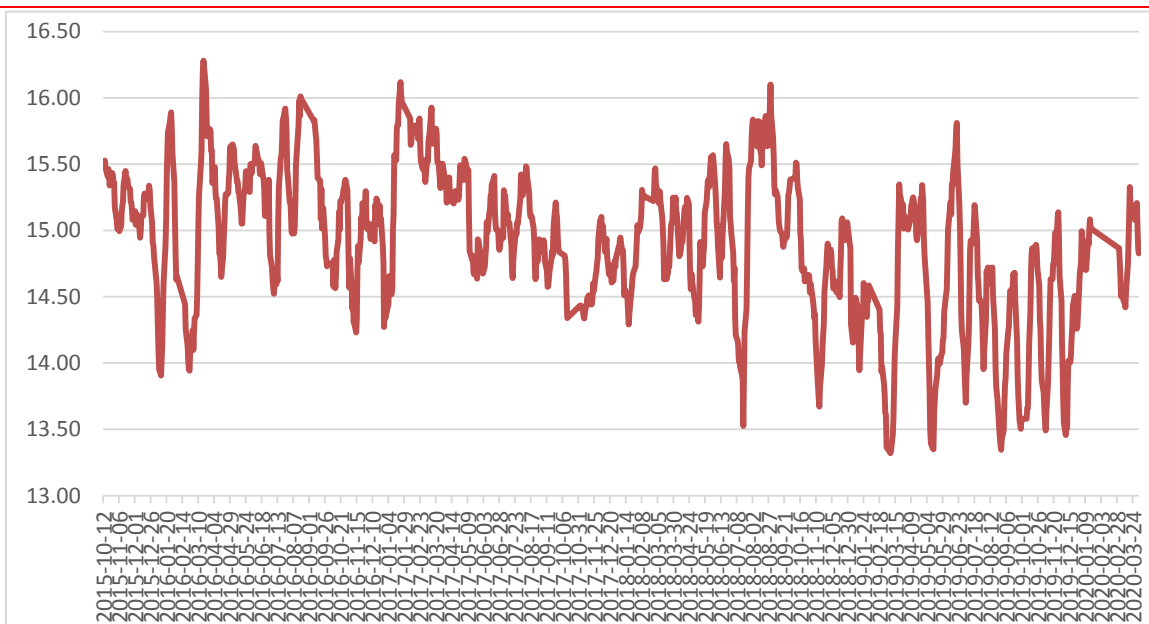
事件影响：对经济和市场

4.有效降低中小企业借贷利率

前期的政策组合在降低了货币市场利率的同时，实际上并没有有效降低中小企业融资利率。在疫情冲击下，经济短期运行压力加大，信贷市场风险压力上升；由于疫情对中小企业经营冲击最为明显，因而中小企业信贷风险的压力也最为明显。为了支持中小企业，央行前期在前期定向支持（8000 亿转贷款和转贴现）的基础上加大支持力度，连续出台了降准、降息的系列动作。但从中小企业融资利率下降的实践效果看，在市场利率体系普遍下移的场景下，中小企业融资利率不但没有下降，反而略有上行！从我们跟踪观察的温州民间借贷利率走

势看，中小企业借贷市场利率短期走势，呈现了显著提高态势。

图 4 温州民间借贷利率仍居高位（月/民间融资综合利率，Average-10D）



数据来源：Wind，上海证券研究所

从央行以答记者问形式的政策解释中可看出，本次定向降准的目的，主要是为了降低中小企业的融资利率，在节奏上分布实施就是“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”，实际上就是防止金融机构间释放资金用于货币市场融资。央行表示，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，可降低银行资金成本每年约 60 亿元；依此则算，这些区域性地方中小银行的同业融资成本高达 3.12% ($3.12=1.62+1.5$)。在货币市场上，小型银行一直充当净融入机构的角色。2019 年以来，在货币政策的精准调控下，金融体系间的流动性分布日趋合理，小型银行无论是回购还是拆借，规模都有较大下降。此次定向降准，在有效增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源的同时，还将进一步减少小型银行在货币市场上的融资需求，进一步推动货币市场利率下行。

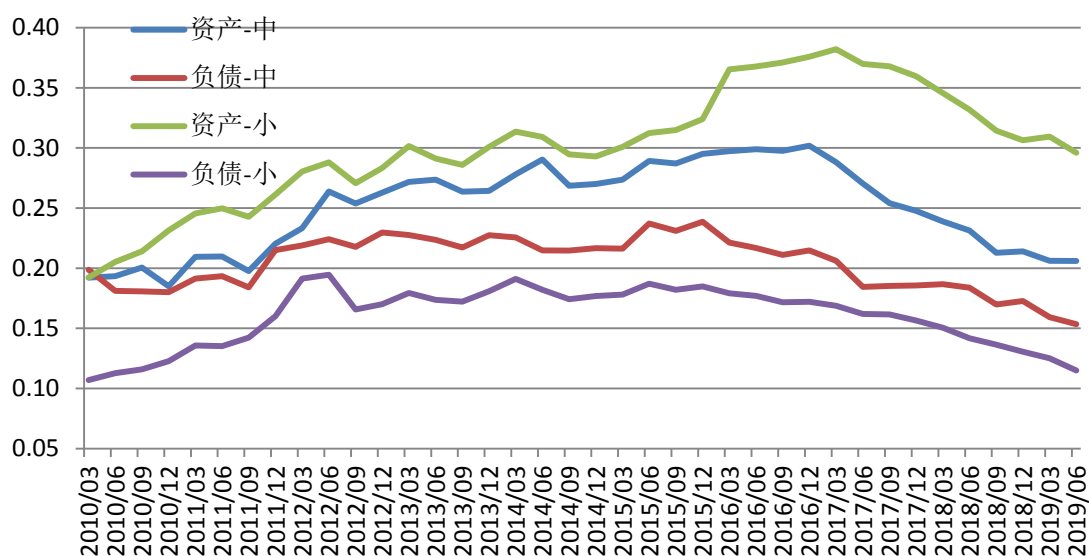
5. 推动货币向实体，提升经济稳定性

按照规模对应原则，地方中小银行对当地中小企业的金融支持，有着天然的亲和力。中小企业融资难是我国长期存在的一个问题，在当前“去杠杆”的政策基调下，金融部门和实体部门争夺资金，实体内部不同领域、不同经营主体之间的资金争夺下，都比货币持续扩张期要激烈。中小企业融资难并不是一个周期性的问题，而是一个结构性的问题，依靠货币放松化解这一难题无解，只有金融破局，才能从根本上解决我国中小企业融资难的问题。而要破解缺失小型金融机构的金融格局，只有以“规模对等”原则发展中小金融机构，才能从根本上

解决中小企业融资难问题，这早已是为国内外实践和理论所证明了的道理。

我国小型地方性金融该机构虽然数量众多，但受资本实力限制，难以对中小企业融资发挥主要作用。小型金融机构的资金压力，是直接压制其对中小企业放贷的直接原因。小型金融机构的同业往来比重要比中心机构显著高出 10%，这一方面说明小型机构“不务正业”，另一方面也说明小型金融机构的经营扩张压力较大。为小型区域性金融该机构创造一个宽松的货币环境，显然有利于其增加对中小企业的信贷投放，稳定当前面临较大压力的经济增长。

图 5 中国商业银行的同业业务往来比重



数据来源: Wind, 上海证券研究所

6. 稳定资本市场预期

股市供求双方的发展变化，以及经济结构转变、市场本身发展的完善，决定了股市的结构性行情机会，仍将主要集中在核心资产领域。“疫情”扰动影响着中国政策出台的节奏和时间点，影响着市场心理预期。

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_6047

