

结构再放量，降息仍可期

——2020年4月央行定向降准及降低超储利率点评

2020年04月03日

宏观经济 事件点评

分析师	王宇鹏 电话：010-66554151 邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070003
研究助理	杨城弟 电话：010-66555383 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	

事件：

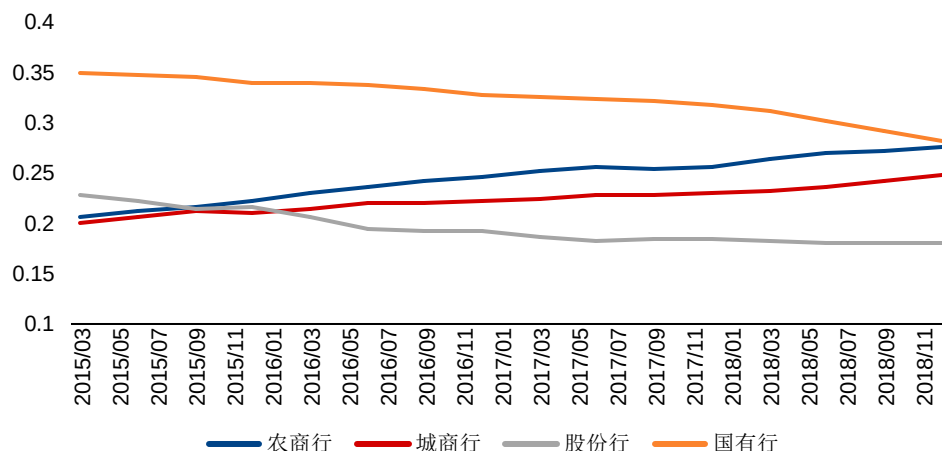
4月3日央行宣布对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元。中国人民银行决定自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。

1. 定向降准支持中小微企业，稳定就业

疫情发生以来中小企业风险一直是政策关注的重点。与大型企业相比，中小企业现金流管理能力较弱，抗风险能力较低，受疫情影响易出现因刚性固定成本支出、下滑的收入增长导致的流动性风险。而中小企业对经济体就业贡献最大，支持中小企业度过难关可达到有效稳增长、稳就业的目标。

中小银行降准有助于定向灌溉，支持企业复工复产。3月中旬央行实施普惠定向降准，释放长期资金5500亿，4月央行再次宣布对中小银行分阶段降准。结构性放量有助于精准灌溉，一方面减少银行负债端成本，有助于降低实体融资成本；另一方面鼓励银行支持中小企业融资，为企业恢复生产提供适度的流动性。4月初国常会提出向中小银行增加再贴现、再贷款额度1万亿，叠加此次定向降准，央行向中小银行共计释放流动性约1.4万亿。随着国内企业逐步实现全面复工复产、海外国家宽松货币政策纷纷落地，国内货币政策逆周期调节力度进一步加大，叠加专项债发行和基建投资加速，经济复苏有望加快。

图1：以城商行、农商行为代表的中小银行在小微企业贷款余额中占比最大



资料来源：wind，东兴证券研究所

定向降准有助于缓解中小银行存量风险。相对而言中小银行缺乏有效渠道进行资本补充，且中小银行间流动性分化，2019 年下半年以来金稳会多次就中小银行风险和改革表态；疫情冲击下实体经济增速下行，或对中小银行资产负债表带来一定的冲击。定向浇灌有助于缓解中小银行存量风险、缓解流动性分层、减少风险传递及对信用扩张的冲击。

2. 为何是超额准备金利率？

央行调降超额准备金利率超出预期，有助于增加银行流动性，扩张信贷。疫情对经济冲击远超 08 年金融危机，海外疫情扩散增加了外需的不确定性，经济恢复需充足的实体流动性和低贷款成本支撑。存款基准利率作为压舱石，当前不具备调降的条件；降低存款基准利率或损害中低收入家庭收益。从银行资产端来看，除准备金外，主要为企业居民贷款、及对其他存款性机构贷款；随着超额准备金利率降低，银行资产端扩张信贷和同业资产的机会成本降低，持有超额准备金的机会成本增加，为提高资金使用效率和资金盈利能力，银行有动力提高风险偏好，降低风险溢价，扩张居民企业贷款或同业资产。因此在保持正常清算资金的前提下，银行会降低在央行的超额准备金存款，从而增加商业银行流动性和货币创造，不论对增加银行信贷还是缓解中小银行流动性均存在益处。此外超额准备金利率下调也能增加法定存款准备金率的敏感度，先降低超额存款准备金利率，再分别于 4 月 15 日 5 月 15 日定向降低中小银行法定准备金率，能够起到更好的效果。

表1：超额准备金利率上一次上调为 2008 年

时间	法定准备金存款利率	超额准备金存款利率
1999-6-1	2.07%	2.07%
2002-2-21	1.89%	1.89%
2003-12-21	1.89%	1.62%
2005-3-17	1.89%	0.99%
2008-11-27	1.62%	0.72%
2020-04-07		0.35%

资料来源：东兴证券研究所

3. 降息仍可期

4月或为降息窗口期。海内外疫情扩散的冲击下，企业等经济主体经营受阻，流动性承压；不确定性较强的背景下，企业预期或信心低迷，资本开支意愿较低；不论是需求端还是供给端均不利于稳定经济增长。而在经济下行期，根据金融加速器原理，信贷机构风险偏好上升或将放大负面冲击对经济主体的不利影响，阻碍经济恢复进程。因此货币政策通过逆周期调控降低银行贷款价格，减少实体经济融资成本，配合适度宽松的流动性，更有利于增强企业信心和预期，帮助企业度过难关，加快实体经济恢复步伐。

3月30日央行调降7天逆回购利率20BP，短端利率下行将为长端利率下调打开空间，MLF、LPR调降的可能性较大，央行或将在4月17日续作MLF时调降长端利率，20号调降LPR利率。引导银行降低贷款成本。

4. 逆周期政策逐步落地，助力经济恢复

银保监会数据显示1季度新增贷款接近7万亿，预计3季度新增贷款近2.7万亿。一方面随着房地产销售及复工复产推进，居民贷款快速恢复，另一方面随着复工复产央行逆周期调控政策逐步落地。央行副行长在国务院联防联控机制新闻发布会再次重申货币政策“实现M2和社会融资规模增速与名义GDP的增速基本匹配且略高一点。”距离全产业链复工复产仍有一段距离，预计货币政策将通过分阶段、有节奏的结构性放量结合降成本继续支持经济增长恢复，一方面减少流动性在金融市场淤积，另一方面为实体经济恢复保持适量宽松的流动性。

5. 风险提示

海外疫情扩张持续时间超预期，货币政策不及预期

6. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
点评	稳总量，调结构与降成本——2019 年 4 季度货币政策报告点评	2020-02-20
点评	货币宽松效果初现，降息降准仍在路上——2019 年 12 月中国金融数据点评	2020-01-17
专题	政策回归稳增长，信用环境继续修复——2020 年货币及信用展望	2020-01-06

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：王宇鹏

中科院博士，东兴证券首席宏观分析师，曾就职于国家发改委经济研究所和中信证券研究部，曾获国家发改委研究课题一等奖，在《国际金融研究》、《统计研究》、《经济评论》、《中国人口科学》等国内核心学术期刊发表学术文章数十篇，具有 8 年中国宏观经济和资产配置研究经验。

研究助理简介

研究助理：杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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_6054

