

日期：2020 年 3 月 14 日



经济“免疫力”提升 年内仍有降准、降息

——央行定向降准政策点评

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

■ 主要观点：

中小企业受“疫情”冲击比较大

中国坚持“去杠杆”为中心的供给侧改革宏观调控体系，根本原因就在于楼市泡沫不退给中国经济实业氛围造成的长期伤害。中小企业能否恢复和保持活力，是中国经济转型成功与否的关键点。从中国 PMI 的企业规模分类指数看，越小规模的企业受疫情的冲击越大，这可能是因为中小企业抗风险能力低的缘故。疫情发生以来，鉴于中小企业对社会就业和稳定的重大作用，以及对经济的影响，对中小企业复工复产的支持成为政策重点。

定向降准并未脱离原来政策框架

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。2018 年后，货币当局“去杠杆”的政策思路，由“总量控制”转向了“结构调整”。2020 年，由于基础货币投放能力的不足，前 2 年实践中施行“收短放长”的扭转操作，将变更为“长短双放、多放长、少放短”。

降准将缓解资金偏紧格局

此次央行的降准行为，和之前的系列降准行为性质一样，非为“放水”，而是对冲央行基础货币投放能力不足带来的自然紧缩，且这种对冲行为具有滞后性，因而降准对流动性环境仅有短期(1 月内)影响，中期(3-6 月)则仍维持稳中偏紧局面。资金紧张局面自 2019 年底以来持续上升，并不完全由“疫情”冲击引起，而是经济内生动力增强而引发对流动性需求的上升，疫情实际上还缓解了这种需求的上升，使得资金压力有所缓解。整体上看，虽然前期降息压低了期限结构高度，但资金紧张程度偏紧局面并无改变。

资本市场平稳中波动加剧

由于海外疫情有扩大的趋势，且形势不容乐观，很可能出现比中国还要严重的局面，还资本市场出现动荡局面。从目前的海外应对看，政策救助的重心是资本市场，而不是如何控制疫情本身。“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，短期股市运行的波动性将抬升。

债市回升基础愈发巩固

降准带来的降低市场利率效应，更是对债市有直接地推动作用。年初降准+降息后，货币市场利率水平已下降了一台阶，本次降准后，后续如能配合回购率或其他央行基础货币投放工具利率的下降，那么后续货币市场利率仍将有下降空间，从而再将利率曲线下移打开空间。

降准、降息年内仍会有

中国货币增长当前的偏高增长态势，未来很难持续。降准是中国央行难以避免的选择，2020 年内仍需要降准 0.5-1.0%。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：中国央行决定实施普惠金融定向降准

2020 年 1 月 1 日，为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，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。

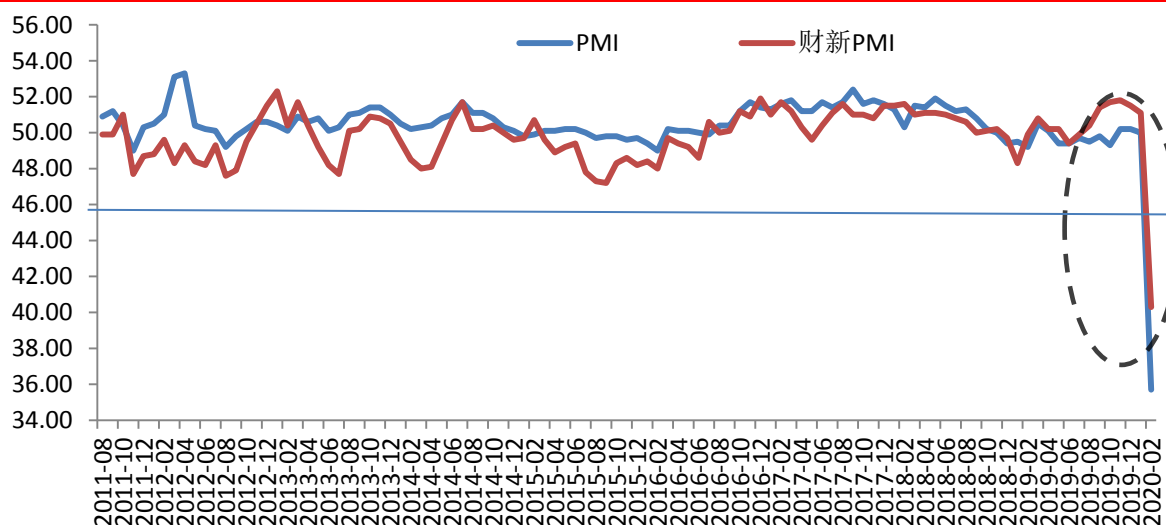
央行在新闻稿中同时表示，中国人民银行实施稳健的货币政策，更加灵活适度，把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

事件解析：政策背景和特征意义

1. 中小企业受“疫情”冲击比较大

中国坚持“去杠杆”为中心的供给侧改革宏观调控体系，根本原因就在于楼市泡沫不退给中国经济实业氛围造成的长期伤害。中小企业能否恢复和保持活力，是中国经济转型成功与否的关键点。2020 年 2 月份，受疫情影响，中国制造业采购经理指数（PMI）为 35.7%，比上月下降 14.3 个百分点。从企业规模看，大、中、小型企业 PMI 分别为 36.3%、35.5% 和 34.1%，比上月下降 14.1、14.6 和 14.5 个百分点。从分类指数看，构成制造业 PMI 的 5 个分类指数均位于临界点之下。更能反映当期中小企业经营景气感受程度的财新，2020 年 2 月份为 40.1，虽然绝对值比中国物流协会的 PMI 的值高，但形态上也是呈现了断崖式下降的态势。从中国 PMI 的企业规模分类指数看，越小规模的企业受疫情的冲击越大，这可能是由于中小企业抗风险能力低的缘故。

图 1 中国采购经理指数的变化（月）



数据来源：Wind，上海证券研究所

在非制造业领域，新冠肺炎疫情在短期内对我国企业生产经营活动造成较大冲击，交通运输、住宿餐饮、旅游、居民服务等人员聚集性较强的消费行业需求骤减，商务活动指数均落至 20.0% 以下，而这些行业都是中小企业比较集中的行业。制造业需求情况虽相对较好，但制造业 PMI 仍大幅降至 35.7%，较上月大幅回落。

疫情发生以来，鉴于中小企业对社会就业和稳定的重大作用，以及对经济的影响，对中小企业复工复产的支持成为政策重点。有关部门按照国务院要求，引导金融机构实施 3000 亿元专项再贷款和 5000 亿元再贷款再贴现政策，以优惠利率资金有力支持了疫情防控物资保供、农业和企业特别是小微企业复工复产。3 月 10 日的国务院常务会议要求，要进一步把政策落到位，加快贷款投放进度，更好保障防疫物资保供、春耕备耕、国际供应链产品生产、劳动密集型产业、中小微企业等资金需求。适当下放信用贷款审批权限；要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的降准力度，促进商业银行加大对小微企业、个体工商户贷款支持，帮助复工复产，推动降低融资成本。因此，本次定向降准，实际上是中国人民银行落实国务院常务会议精神的举措。

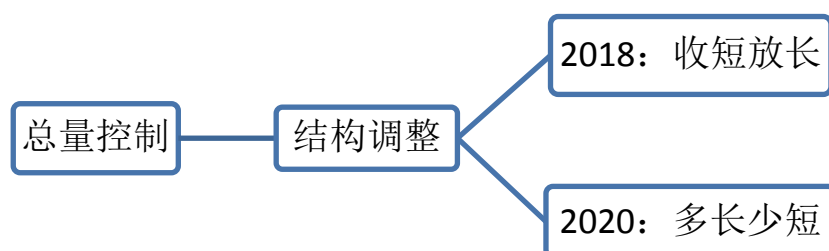
2. 定向降准并未脱离原来政策框架

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。中国货币政策目的转向，实际上是中国货币环境所决定的。中国货币环境的基本格局是“存量过多、增量不足”。存量过多，是指货币总量过剩，以整体经济体系中宏观杠杆率过高，从国际经验看，货币深化超过 100% 后，货币政策的流动性陷阱压力陡增，并直接导致了全社会过高的宏观杠杆率。增量不足，是指中国货币分布的结构性缺陷：货币分布于金融同业市场、资金空转的增多，资产领域杠杆过高带来过高融资性货币需求。中国货币的基本环境，决定了中国宏观调控体系中供给侧改革的重要性，以及“去杠杆”在供给侧改革中的核心地位，也决定了中性、稳健的货币政策基调在中国的长期性。正是货币总量上中性的不变政策基调，决定了中国货币政策在实践中，日益转向结构性目标。

除了定向投放之外，中国货币结构调整的另一重要方面是货币期限结构的调整——增加长期货币投放的比重。从基础货币的投放来源看，2014 年前中国货币的高速扩张期属被动投放式增长：外汇占款高增导致的基础货币被动快速投放，从而也导致了对冲性的 RRR 超常高位。2014 年后，中国外占增长逆转，自此开启了央行主动性通过新设工具的基础货币投放，这些新设基础货币投放工具主要为 SLF、MLF、PSL 等，同时加大了公开市场操作的力度。相对于永续期限的外汇占款资产，这些新设工具下基础货币都带有固定期限，且基本上

属低于 1 年的品种。基础货币投放形式的变化，使得央行资产结构久期变短，尤其是增量集中在短期限品种上。新增基础货币期限的短期化，使得过去较长一段时期内，中国央行的货币政策操作，具有显见的“锁长放短”特征。“锁长放短”使货币短期化，从而使得整个货币体系呈现“资本不足、货币充裕”的矛盾特征；它使货币集中于货币市场，使得资金不愿进入长期投资市场，加剧了“脱实向虚”现象。2018 年后，货币当局“去杠杆”的政策思路，由“总量控制”转向了“结构调整”，准备金调整重新成为日常政策工具的同时，“降准+置换”的组合操作，即“锁短放长”式操作，代替了过去常用的定向降准操作模式。2020 年，由于基础货币投放能力的不足，前 2 年实践中施行“收短放长”的扭转操作，将变更为“长短双放、多放长、少放短”。

图 2 中国货币政策操作框架的演变

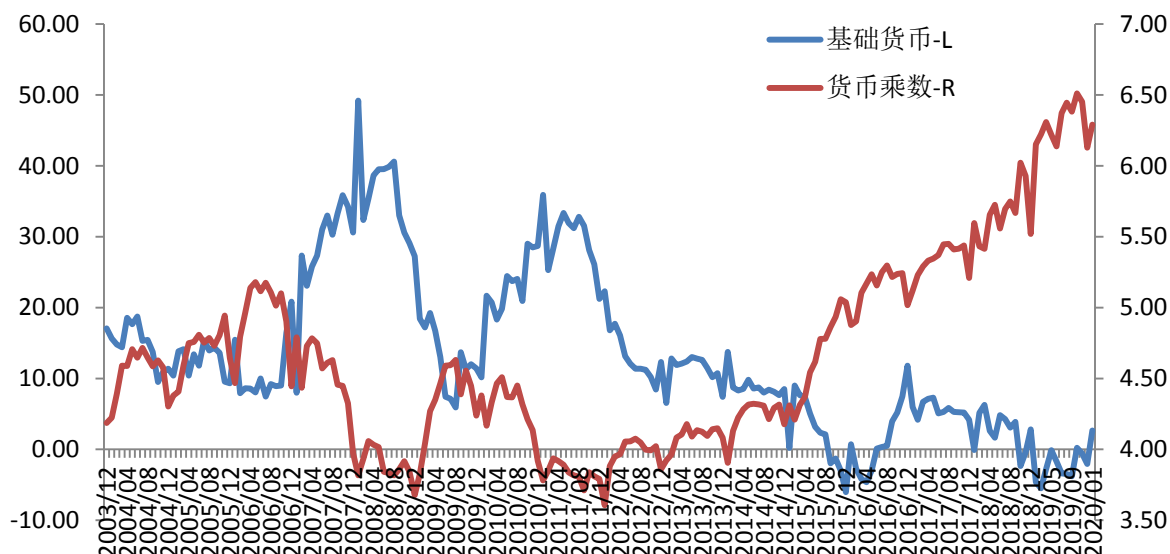


3.降准将缓解资金偏紧格局

此次央行的降准行为，自然也和之前的系列降准行为性质一样，非为“放水”，而是对冲央行基础货币投放能力不足带来的自然紧缩，且这种对冲行为具有滞后性，因而降准对流动性环境仅有短期(1 月内)影响，中期(3-6 月)则仍维持稳中偏紧局面。

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。在外汇占款开始下降的 2015 年-2016 年，及 2018 年后，中国基础货币出现了持续性的收缩现象，使得同期广义货币的平稳，只得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。

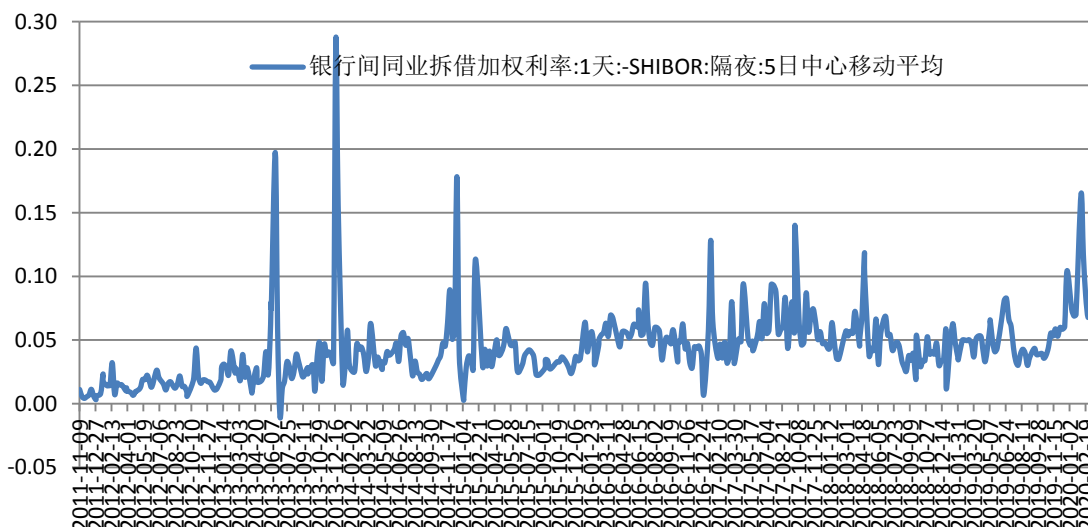
图3 中国流通货币增长平稳一直依靠货币乘数提高（同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

中国人民银行在宣布“降准”的新闻稿中明示，中国人民银行实施稳健的货币政策，更加灵活适度，把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，保持流动性合理充裕。从资金市场的实际情况看，年初普降RRR1%，由于基础货币增长不足，流动性紧张局面短期有所上升，降准力度显得不够！即使加上春节后的8000亿的定向再贷款和再贴现，资金紧张局面也并没有解决。资金紧张局面自2019年底以来持续上升，并不完全由“疫情”冲击引起，而是经济内生动力增强而引发对流动性需求的上升，疫情实际上还缓解了这种需求的上升，使得资金压力有所缓解。整体上看，虽然前期降息压低了期限结构高度，但资金紧张程度偏紧局面并无改变。

图4 中国资金偏紧局面将缓解



数据来源：Wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

4.经济走出“疫情”影响更稳健

短期看，疫情冲击对中小企业影响比较大，为了支持中小企业，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；长期看，以前房地产泡沫持续高涨导致全社会实体氛围低迷，金融“脱实向虚”严重，为扭转这一现象，推进经济结构调整和转型，恢复实体经济活力，尤其需要为中小企业创造有利经营金融环境，货币政策重心转向流动性分布结构调整，正是为此目的。此次定向降准，亦在稳健中性基调下、具有持续性的流动性结构调整动作。降准对金融市场的提振只是副产品，货币政策目的是支持经济复工复产，支持经济平稳中实现转型升级。

表面看，“疫情”使得中小企业招工局面加剧，实际上招工难是企业一直存在的问题，是中国人口红利逐渐消失下的必然现象！新冠“疫情”对中国经济的影响是短期的，中国经济中长期好转趋势不变。从疫情防控发展态势看，本次“新冠”疫情被控制住的速度快于市场预期；公众在渡过了初期的恐慌心态后，随着信息的公开和防治到位，经济生产和社会生活将会很快恢复正常，预计 2 季度经济就将恢复正常状态，进入反弹期。因此，短期（1-2 季度）看的影响虽然比较明显，但中期（6-12 月）看的影响则比较有限，年度角度看的经济增速甚至仍能实现小幅回升，中国经济触底缓慢回升的离开底部态势，不会改变！

5.资本市场平稳中波动加剧

由于海外疫情有扩大的趋势，且形势不容乐观，很可能出现比中国还要严重的局面，还资本市场出现动荡局面。从目前的海外应对看，政策救助的重心是资本市场，而不是如何控制疫情本身；西方国家认为疫情影响了金融市场，为了维护金融稳定，相继出台了降息、购买资产等扩张性的货币政策，其中美国和英国先后于 3 月 3 日和 3 月 11

口 降 自 CORD

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_6513

