

前瞻精准助力疫后“世界工厂”复苏

——对3月13日定向降准的解读

宏观点评

伍超明（财信国际经济研究院副院长，财信证券首席经济学家）

胡文艳（财信国际经济研究院资深研究员）

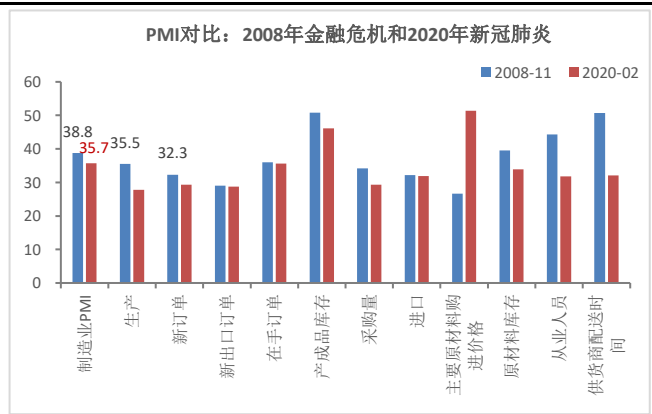
事件：中国人民银行决定于2020年3月16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。以上定向降准共释放长期资金5500亿元。

一、年内第二次降准，侧面反映国内经济面临的困难比预期多

如果没有政策对冲，市场对经济下行的预期，大概率还存在一个下修过程。首先，国内服务业、制造业短期受到的冲击超预期，如2月份国内PMI为35.7%，低于2008年金融危机时期最低值38.8%。仅从该指标看，意味着疫情对制造业的短期影响已超过2008年金融危机（见图1），而住宿餐饮、旅游等服务业近一个半月近乎停摆，与制造业的复工复产进度相比，服务业的复工复产需要更长的时间，因此疫情对其影响更大。其次，海外疫情持续蔓延，影响不断扩大，强化了全球经济下行趋势，降低了投资预期，预计对我国出口的冲击大概率呈扩大化态势。再次，疫情成为全球资本市场持续巨幅调整的导火索（见图2），负财富效应将导致消费和投资都会有所减少，进一步拖累实体经济增长。最后，国内外经济压力将影响到国内就业大局，稳就业压力增加。

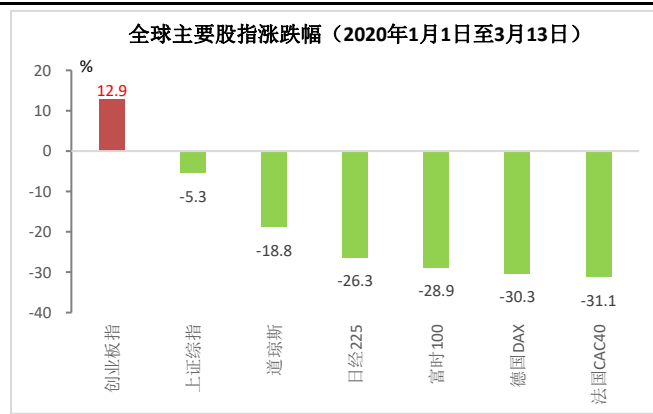
因此，为对冲经济下行压力、稳定就业大局，国内政策加大对冲力度有需求也有必要。随着资金更多地流向实体企业支持其加快复工复产，经济加速恢复将值得期待。

图1：新冠肺炎疫情的短期影响超过危机时期



资料来源：WIND，财信研究院

图2：全球主要股票市场均出现较大回调



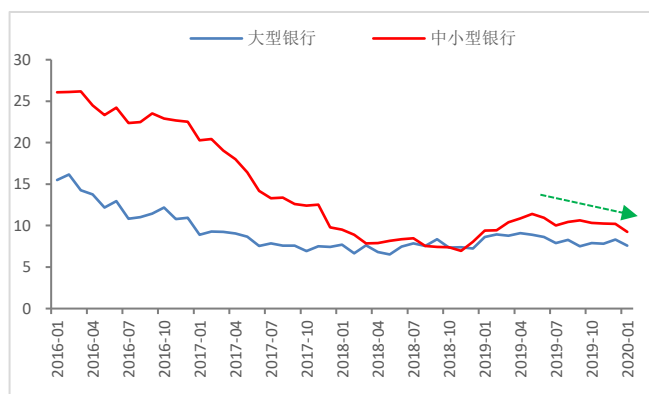
资料来源：WIND，财信研究院

二、降准的直接作用在于缓解银行信贷供给存在的“三大约束”，为实体经济提供更多低成本的中长期资金

当前国内众多中小银行仍面临流动性、利率和资本三大约束，明显制约了其信贷投放的能力与意愿。具体来看：一是流动性约束，即伴随经济下行、金融内部去杠杆和市场风险偏好下降，中小银行资金来源持续承压（见图3）；二是利率约束，即收益下降（见图4），但融资成本刚性，银行降低贷款利率的空间受限；三是资本约束，即随着贷款不良率攀升，中小银行资本金不足且补充面临诸多困难。

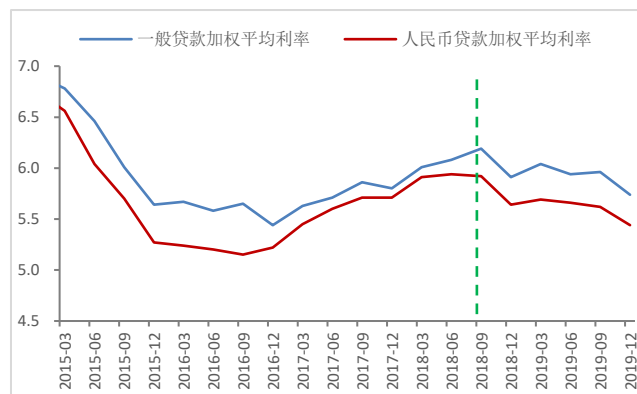
央行此次降准，通过向银行释放更多低成本中长期资金，大大缓解了上述三大约束，随着国内信用创造关键主体银行的信贷供给能力恢复，金融支持实体的渠道也将更加畅通，实体经济有望获得更多、利率更低的中长期稳定资金支持，加快复工复产。

图3：中小银行资金来源增速继续下降



资料来源：WIND，财信研究院

图4：贷款利率下行较快



资料来源：WIND，财信研究院

三、此时降准有利于支持企业加快复工复产，配合财政加快债券发行节奏

随着国内疫情防控形势持续向好，3月10日国务院常务会议强调“下一步要实现经济恢复性增长，努力保持全年经济运行在合理区间”，这意味着货币政策当务之急在于缓解企业面临的资金压力，支持企业加快复工复产。2020年实现社会目标时间紧、任务重，经济社会作为一个动态循环系统，不能长时间停摆，但受疫情冲击，许多企业资金链面临较多困难，需要货币政策加大逆周期调节力度、加强政策的精准性。

同时，为应对疫情冲击下经济下行压力的增加，财政政策也将更加积极有为。预计近期政府债券特别是专项债券发行节奏将明显加快，此时降准有利于支持银行增加对相关债券的购买规模，支持实体经济恢复。

四、额外向符合条件的股份行再降准1个百分点，意在最大限度挖掘银行潜力，扩大对中小微企业的支持

当前国内受疫情影响最严重的是民营、中小微企业和个体工商户，其中仅批发和零售、住宿和餐饮、交通运输仓储和邮政业的私营企业、个体户的就业人数占总就业人数的比重就达到23.7%，这意味着目前需要帮扶的中小微企业、就业群体数量相当大。预

计国内约 1.86 亿劳动者或正面临着一定减薪甚至被裁员的风险（详见报告《如何看待肺炎疫情对就业的影响？-肺炎疫情对影响评估（三）》）。

在“三档两优”存款准备金率框架下，此次降准前，国内大多数小银行、服务县域的农村金融机构实际的存款准备金率已降至 6%，不足大型银行的一半。考虑到维护金融稳定、抵御金融风险，维持一定的存款准备金水平是必要的，表明上述金融机构下调准备金率的空间已有限。

相比之下，在此次降准前，以股份制商业银行为代表的中型银行的存款准备金率为 10.5%，考虑到享受普惠金融优惠后的中型银行的准备金率亦达到 10%，降准空间较小银行更大。另外，相比小型银行，股份行资本充足率更高、信贷供给能力更强，加大对其降准力度，能最大限度发挥正向激励作用，向小微、民营企业等普惠金融领域释放更多的信贷资源。

免责声明

本报告由财信研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

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_6544

