

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50586798

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50586982

降准如期而至, 经济边际改善可期

——宏观点评

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2020年03月13日

相关研究

- 1 《宏观报告: 油价缓释通胀压力, 国常会明确货币抗疫加码-宏观专题》 2020-03-12
- 2 《宏观报告: 美党内初选三强逐鹿, 对华关系变数犹存-宏观专题》 2020-03-08
- 3 《宏观报告: 联储降息利好货币环境改善-宏观点评》 2020-03-04
- 4 《宏观报告: 疫情冲击 PMI 跌落荣枯线下方-宏观点评》 2020-02-29
- 5 《宏观报告: 多措并举开启复产战“疫”-宏观专题》 2020-02-22

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

事件:

3月10日, 国务院总理李克强主持召开国务院常务会议, 明确抓紧出台普惠金融定向降准措施。

3月13日, 央行宣布3月16日定向降准, 释放长期资金5500亿元。

观点:

- 疫情全球蔓延降息潮来临: 疫情冲击全球经济, 各国央行加大货币操作力度, 自3月3日美联储降息后, 欧盟、英国、日本央行均表示降息降准, 我国央行奉行灵活货币政策确保流动性合理充裕, 全球降息潮营造了良好的货币环境。
- 本次降准定向与普惠结合: 将监管审核和普惠金融对接, 意在降低融资成本助力复产。13日央行决定于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。
- 国常会提前释放降准信号: 10日国务院高层明确指出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; 发挥好再贷款再贴现政策作用; 多措并举稳外贸稳外资; 进一步畅通产业链资金链推动各环节协同复工复产等, 此次降准市场已有预期。
- 避险情绪在全球传导波及我国: 1-2月中国率先打响抗疫战争, 步入3月新冠肺炎开始在海外蔓延, 美股收到冲击又反作用于全球资本市场, 多重影响下A股面临震荡局面, 同时由于我国疫情逐步控制, 经济和股市韧性增强, 后市表现将具有一定独立性。高层加大复产支持力度, 央行货币政策也将利好流动性进一步改善。
- 经济下行叠加疫情影响, 逆周期政策发力恰逢其时, 市场充分反映疫情不利冲击, PMI指标降至新低, 经济数据走弱已在预期, 复产加快有助经济底部边际修复, 本次降准激发实体活力, 有利于提振市场信心。
- 投资建议: 短期关注货币政策发力助力金融板块修复, 中期医药、线上文娱、5G等板块仍有动能; 中长期关注大消费和新基建板块。

风险提示: 经济增速下行过快; 疫情控制不及预期; 中美关系多变

内容目录

1. 疫情全球蔓延开启降息潮.....	3
2. 央行降准定向与普惠结合.....	3
3. 国常会明确货币发力定调.....	4
4. 后市影响与建议.....	7

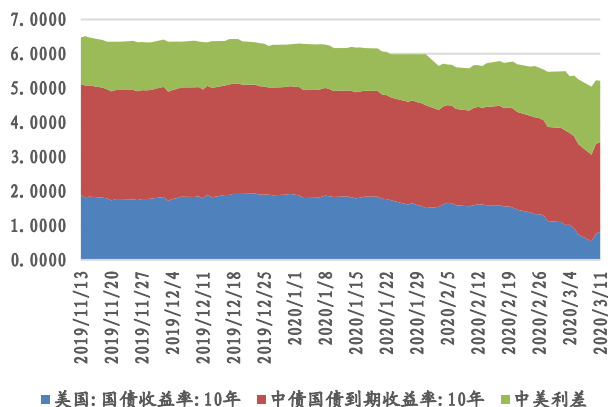
图表目录

图 1: 3 月中美利差微扩, 货币环境改善.....	3
图 2: 人民币汇率坚挺, 不影响灵活的货币政策.....	3
图 3: 2 月 M2 增速小幅超预期.....	7
图 4: 货币发力对冲经济下行.....	7
表 1: 货币工具仍将继续发力.....	5

1. 疫情全球蔓延开启降息潮

疫情冲击全球经济，欧美市场熔断不断，避险情绪快速抬升，各类资产价格均有回落，各国央行加大货币操作力度，自3月3日美联储降息后，欧盟、英国、日本央行均表示降息降准，我国央行奉行灵活货币政策确保流动性合理充裕，全球降息潮为我国货币抗疫营造了良好的货币环境。

图 1：3 月中美利差微扩，货币环境改善



资料来源：中原证券，wind

图 2：人民币汇率坚挺，不影响灵活的货币政策



资料来源：中原证券，wind

密切关注美联储的降息操作对优化我国货币外部环境所带来的正向作用，全球货币政策的变化源于对疫情的担忧，经济衰退预期提升避险情绪。11 日英国央行意外宣布降息 50 个基点，这是自 3 月 3 日美联储降准 50BP 以来，又一主要工业国家央行降息，从疫情局势上看，除中国以外，全球 90 多个国家和地区的疫情呈现加速扩张趋势，世卫组织将新冠疫情升至“大流行”，为 6 个流感级别中的最高级别，过去两周中国以外新冠肺炎确诊病例数增长了 13 倍，受影响国家和地区数增加了两倍，目前 114 个国家和地区的确诊病例累计超过 11.8 万例，死亡病例达到 4291 例，而这种局势仍在扩大，在此背景下很显然为抑制经济衰退，全球央行的降息降准只是开始还远不能对冲经济下行，我们认为本轮全球降息潮已经触发。

2. 央行降准定向与普惠结合

13 日央行官网发文：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。除此之外，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。

本次降准特点体现在三个层面：

一是普惠性。5500 亿元中有 4000 亿是针对达标的所有银行的，1500 亿针对额外降准的达标股份商业银行，这与公开市场操作不同，全面降准带来长期资金直接充裕了银行信贷能力。

何为普惠？并非不设门槛，央行划定了普惠领域，只有银行对这些领域的贷款占比达到要求后才被列入降准范畴，即：针对农户生产经营贷款、建档立卡贫困人口消费贷款、助学贷款、创业担保贷款、个体工商户经营性贷款、小微企业主经营性贷款、单户授信小于 1000 万的小型企企业贷款、单户授信小于 1000 万的微型企业贷款。由于普惠领域贷款的占比不同优惠力度也不同，因此降准力度分档为 0.5 或 1；

二是叠加性。分档标准是参照人民银行自 2018 年起建立普惠金融定向降准年度考核制度，当前 2019 年的考核完成，按照考核情况分档。降准的基础是上次降准后新的基数，例如上次没有达标的零优惠，这次达标了在此基础上下调 0.5 个百分点，原先 2018 年达标的已经享受 0.5 个百分点的，这次再累加到下调至 1 个百分点；

三是结构性。这次降准倾向于对额外的股份制商业银行附加优惠，体现结构性为何选择的是股商行？原因两个：一是股商行规模多为中型银行，是普惠金融的主力军，对其进行额外累计的 1 个百分点降准优惠，主要是希望更多的减少股商行资金成本，进而激励其对民企小微、个体工商户的信贷支持力度；二是股商行相对大型银行承担资金成本的能力较弱，尤其是疫情发生后为了稳住实体融资，政策要求银行不抽贷、不断贷，延期尝贷，一定程度上对股商行的资产质量和信贷风险提出挑战。至于其它类型的银行，其中大型商业银行这次享受 1.5 个百分点的优惠了，而对于偏小型的农商行和城商行，去年已经落实过定向降准，这次选择股商是对“三档两优”框架的优化补充，也在情理之中。

本次定向降准具有承上启下的功能，银行监管的考核每年都有新的变化，虽是普惠并不是一刀切和大锅饭，对改善企业融资环境，激励银行向关键领域提供信贷支持有导向作用，没有达标的银行会争取提高普惠贷款占比，已经达标的银行希望保持并获得下次定向降准的累计优惠，银行资金充裕了也就能更好服务实体，央行估算此次可以节约符合要求的银行的付息成本 85 亿元。

降准不是一个孤立的事件，要和当前国家的货币政策基调相结合，降准释放的是量能，同时对于 LPR 引导的利率下行也有推动作用，过去出现信用风险不是资金不足，更是银行惜贷，现在改善货币环境，需要做到“量价配合”，在价格上，LPR 在不同期 MLF 上加点借助公开市场操作预调微调；在量能上，降准释放长期资金，帮银行节约资金成本，宽裕可贷资金的规模；在方向上，定向结构性的优惠叠加银行每年的监管指标激励银行信贷资金向特定领域流入。

3. 国常会明确货币发力定调

降准如约而至，原因是 2019 年银行考核基本完成后有一个普惠金融的降准窗口，再就是疫情冲击全球资本市场，我国复产加速也需要资金支持，再有国常会货币抗疫的定调信号。从政策制定层面看，3 月 10 日总理主持的国常会是对近期乃至下一步政策部署有指导意义的会议，我们总结为“一个焦点三个主张”，即：聚焦金融服务实体，明确以下三个方面的主张：

一是量价配合降融资成本。一方面，会议释放了积极的货币信号，三天后（13号）央行公布新的降准举措（16号）落地，另一方面，在缓解信用风险上，会议指出要额外针对股份制银行降准，和此前增加银行资金规模的举措相辉映，提振银行的信贷能力，从而向服务实体传导。目前我国的降准工具空间很大，预计年内仍有3次精准可能。

二是发挥好再贷款再贴现政策作用。央行的工具不仅是公开市场操作，还有再贷款、再贴现政策，有助于作用货币乘数，缓解疫情冲击下的企业资金困难。会议指出，近段时间，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。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。加强审计监督，防止“跑冒滴漏”，提高支持实体经济实效。

三是多措并举稳外贸稳外资。这与此前国家发改委印发《关于应对疫情进一步深化改革做好外资项目有关工作的通知》相呼应，再度强调了部署各地方稳外资工作的重要性，作为全球供应链的重要组成，疫情对复工产生拖累，进而对全球生产供应链带来冲击，稳外资稳外贸就是要尽快恢复我国在国际化分工中的作用，多措并举降低疫情对生产的影响，进一步畅通产业链资金链推动各环节协同复工复产等。

表 1: 货币工具仍将继续发力

时间	政策工具	调整幅度	当月同比 CPI	当月猪肉分项 CPI
2019 年 8 月 20 日	LPR 报价，1 年期 4.25%	较 1 年期前值 4.31% 下调 6BP	2.8%（持平上月）	46.7%（前值 27%）
2019 年 9 月 20 日	LPR 报价，1 年期 4.20%	较 1 年期前值 4.25% 下调 5BP	3%（升 0.2 个百分点）	69.3%（前值 46.7%）
2019 年 10 月 20 日	不变	不变	3.8%（升 0.8 个百分点）	101.3%（前值 69.3%）
2019 年 11 月 18 日	OMO 报 2.5%（前值 2.55）	4 年来首次下调 7 天 逆回购利率	预计破 4%（升 0.2 个百分点）	
2019 年 11 月 20 日	LPR 报价，1 年 4.15%； 5 年期 4.8%	较 1 年前值 4.20%下 调 5BP；5 年期以上 LPR 较前值 4.85% 下调 5BP	预计破 4%（升 0.2 个百分点）	
2019 年 12 月 20 日	1 年期 LPR 为 4.15%，5 年期以上 LPR 为 4.80% 央行发布公告称，为进 一步深化 LPR 改革，商业 银行应自 2020 年 3 月 1 日起与存量贷款客户正式 切换存量浮动利率贷款 定价基准，	持平上月	12 月发布 11 月 CPI 为 4.5%	110.2%（前值 101.3%）
2019 年 12 月 28 日				
2020 年 1 月 1 日	标准准备金 13% 降至	全面降准 50BP		猪价同比增速继续上涨

2020 年 1 月 20 日	12.5% 1 年期 LPR 为 4.15%，5 年期以上 LPR 为 4.80% 2 月 3 日开展 1.2 万亿元公开市场逆回购操作投放资金，比去年同期多 9000 亿元。2 月 4 日以利率招标方式开展了 5000 亿元逆回购操作。	持平上月	1 月 CPI 报 4.5%持平 12 月
2020 年 2 月 3-4 日			
2020 年 2 月 10 日			发布 1 月 CPI 报上涨至 5.4% 216% (前值 110.2%) (4.5%)
2020 年 2 月 17 日	开展 2000 亿元 MLF 操作和 1000 亿元 7 天期逆回购操作。1 年期 MLF 利率为 3.15% (前值 3.25%)。	1 年期 MLF 中标利率下调 10BP	
2020 年 2 月 20 日	LPR 报价 1 年期 4.05%; 5 年期 4.75%	LPR 报价下调 1 年期 10BP, 下调 5 年期 5BP	
2020 年 3 月 10 日	国常会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 (近期或降准)		发布 2 月 CPI 食品项增速 21.9% (前值为 5.2% 值 20.6%)
2020 年 3 月 16 日	按 2019 年考核定档，对达标银行原有基础上定向降准 0.5-1 个百分点；针对股商行额外优惠 1 个百分点	释放长期资金 5500 亿，其中 4000 亿达标所有银行，1500 亿达标股商行。节约银行资金成本 85 亿	

资料来源：中原证券，财经新闻

释放长期资金 5500 亿的量，也会在供求关系上作用于利率下行，当前货币发力降低融资成本，同时也提高了通胀水平，但考虑到需求转弱和生产复产，未来通胀持续攀高的动力有限，叠加石油减产冲击，通胀水平将高位缓降，因此央行有了降息降准的底气。全球经济低迷的态

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_6545

