

# 定向降准力度超前，结构性货币政策持续加力

联合资信、联合评级宏观研究部

马顺福 侯睿 王妍 王鑫欣 吴玥 丁继平

在年初全面降准（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）0.5个百分点，释放长期资金8000亿元的基础上，3月13日，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。此次定向降准释放长期资金5500亿元，其中对达到普惠金融定向降准考核标准的银行释放长期资金4000亿元，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点释放长期资金1500亿元。

## 1、本次定向降准力度超前，对支持民营和小微企业度过难关，复工复产将产生积极的推动作用

与2019年实施的两次定向降准相比，本次定向力度超前。2019年5月的定向降准，针对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率。同时对仅在本县行政区域内经营，或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于100亿元的农村商业银行，执行与农村信用社相同档次的存款准备金率（8%），优化了“三档两优”准备金政策框架，释放长期资金约2800亿元。2019年9月，央行决定对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10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。共释放资金约1000亿元。本次定向降准为普惠金融定向降准，对象为纳入普惠金融考核的大型银行、股份制银行、城商行、较大的农商行和外资银行，降准范围较前两次扩大。本次降准释放长期资金5500亿元，释放资金规模也较前两次大幅增加。另外本次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，加大了对符合条件的股份制商业银行的存款准备金率优惠力度。当然，三次定向降准也有相同的地方，那就是释放的资金均用于对发放民营和小微企业贷款，聚焦于对民营和小微企业的金融支持。

本次定向降准力度超前，主要原因是新冠疫情对我国经济冲击全面显现，2月制造业PMI（35.7%）、非制造业PMI（29.6%）和核心通胀率（1.0%）均创新低，PPI同比环比增长再次转负为-0.4%和-0.5%。而作为国民经济重要基础的中小微企业和民营企业，受到疫情冲击最大，面临的资金压力更大。通过普惠金融定向降准，为中小微企业、民营企业提供更大力度的信贷支持，帮助中小微企业复工复产，稳定就业，成为当前面临的当务之急。另外，当前疫情已经在世界各国大面积爆发，全球经济脆弱性上升，面临衰退风险，我国发展的外部环

境急剧恶化，更增加了我国对内恢复经济稳定发展，巩固以中小微民营企业为重要组成部分的国内经济的重要性迫切性，而定向降准扶持中小微企业无疑更有利于实现这个目标。

此次定向降准释放长期资金有效增加银行支持实体经济的稳定资金来源，每年还可直接降低相关银行付息成本约 85 亿元，通过银行传导有利于促进降低小微、民营企业贷款实际利率，直接支持实体经济。此次普惠金融定向降准中所有大型商业银行都将得到 1.5 个百分点的准备金率优惠，为发挥定向降准的正向激励作用，支持股份制银行发放普惠金融领域贷款，同时优化“三档两优”存款准备金率框架，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，同时要求将降准资金用于发放普惠金融领域贷款，并且贷款利率明显下降，从而加大对小微、民营企业等普惠金融领域的信贷支持力度。

**2、疫情以来结构性货币政策持续支持民营和中小微企业，不但增强了民营和中小微企业的持续发展，对维持大中型企业乃至整个经济体系的信用稳定也具有积极的正面效应。**

2020 年 1-2 月，央行运用多种政策工具累计投放流动性总量超过 5.5 万亿元，净投放量达 6366 亿元，维持了市场流动性合理充裕。其中 2 月 3-4 日，为对冲疫情影响，央行开市两日公开市场逆回购操作总投放量合计 1.7 万亿元，创历史新高，有效起到稳定预期、提振信心的作用。同时，央行还通过下调 OMO、MLF 操作，引导市场利率下行，2 月 20 日 1 年期和 5 年期贷款市场报价利率(LPR)也分别下降 10 个和 5 个基点，带动信贷市场利率下行，降低企业融资成本。在实施上述整体性全面调控政策，普遍增加市场流动性和降低企业融资成本，支持疫情防控和促进企业复工复产的同时，央行还持续性推出再贷款、再贴现等各种结构性货币政策工具及其他政策措施，加大定向调控力度，帮扶中小微企业民营企业度过难关，复工复产。

1 月 31 日，央行推出 3000 亿元抗疫专项再贷款，采取名单制，精准为疫情防控重点物资保供企业提供低息贷款。根据央行数据，截至 3 月 13 日，人民银行已经发放专项再贷款 1840 亿元，9 家全国性银行和 10 个省市的地方法人银行向 4708 家全国性、地方性重点企业累计发放优惠贷款 1821 亿元，而且这其中多数为中小企业和民营企业。优惠贷款的加权平均利率为 2.56%，财政贴息 50%以后，企业实际融资成本大约是 1.28%，极大的激发了疫情严峻情况下民营和中小微企业的积极性，保障了防控物资的正常供应。2 月 26 日，央行增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，同时下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%。其中，支农、支小再贷款额度分别为 1000 亿元、3000 亿元，再贴现额度 1000 亿元，在 2020 年 6 月底前，对地方法人银行新发放不高于 LPR 加 50 个基点的普惠型小微企业贷款，

允许等额申请再贷款资金。此次的支农、支小再贷款和再贴现工具资金，重点用于中小银行加大对中小微企业信贷支持，支持企业复工复产。截至到3月13日，受到5000亿元再贷款再贴现政策支持的地方法人银行已累计发放优惠利率贷款1075亿元，其中涉农贷款205亿元，加权平均利率4.40%，普惠小微贷款385亿元，加权平均利率为4.36%，办理再贴现485亿元，加权平均利率为2.98%，这个利率低于国务院要求的LPR+50个基点目前是4.55%的要求。如此大规模低利率的再贷款再贴现政策操作历史罕见，显示出对民营和中小微企业的重视和支持力度之大。此外我们还注意到，3月1日会同人民银行等五部委联合印发了《关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的通知》，规定对符合条件、流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排。受疫情冲击，中小微企业开工率不足，现金流入大幅减少，流动性压力巨大。对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息，将有助于缓解企业财务支出和流动性压力，给予企业一段时间的缓冲期，有利于企业尽快复工复产，也有利于企业保持良好信用记录，激发企业活力，支持实体经济恢复发展。

监管部门近期的信息显示，除了以上普惠金融定向降准、再贷款再贴现这些货币政策工具要加大力度之外，还将加大中小微企业金融专项债券的发行力度，让商业银行有充足的优惠资金来源；支持三家政策性银行对制造业当中的中小微企业、外贸当中的中小微企业，还有春耕备耕和生猪生产产业链上的中小微企业要加大信贷支持力度。

缓解中小微企业和民营企业融资难、融资贵问题，是金融供给侧结构性改革的重要内容，也是高质量发展的内在要求。疫情发生以后，受影响最大的是传统服务业和劳动密集型制造业，这些行业里面多数都是民营中小微企业，也进一步显示出中小微企业在经济发展中的重要性和脆弱性。所以，金融部门全力支持这些中小微企业渡过难关，事关疫情防控、复工复产、就业稳定和国民经济恢复增长的大局。加大对民营和中小微企业的信贷支持，不仅有助于其自身信用状况的改善和持续性经营，保证全社会就业和市场稳定，同时由于部分民营中小企业在国际国内供应链中的深度融入，以及大部分企业主要集中在直接联结需求端的产业链最下游，所以民营中小企业正常稳定的生产经营，也有助于稳定供应链产业链上大中型企业的生产经营和市场需求，从而发挥提升稳定大中型企业乃至整个经济体系信用的积极作用。

**3、在当前宏观经济形势下，结构性货币政策工具将成为监管部门更加倚重的货币政策调控方式，未来定向降准、再贷款再贴现等工具仍具有运用空间。**

在经济下行压力加大，疫情影响较大的情况下，为保持经济运行在合理增长区间，稳定就业，要求稳健的货币政策更加灵活适度。同时我国仍处于三期叠加的改革攻坚期，又面临宏观杠杆率高企，外部环境恶化、宏观信用风险较高的约束。在这个背景下，因为结

结构性货币政策工具具有较为明显的危机救助、精准引导信贷资金流向及银行与实体企业激励相容的政策框架等优越性，监管部门更倾向于倚重结构性政策工具，以达到精准施策，优化经济结构、转换增长动能、促进高质量发展，在加大逆周期调节的同时，避免大水漫灌等目的。可以预计，结构性货币政策在帮扶民营中小企业之外，还将在更多领域发挥重要作用，为相关重点项目和产业提供资金支持，提高其财务水平和信用质量，使稳健的货币政策更加灵活适度，对统筹疫情方框和经济社会发展提供更优的货币金融环境。

支持企业复工复产和经济发展、促进贷款利率明显下行是当前货币金融政策首要任务。显然，运用整体性政策工具，保持良好的流动性环境，降低企业融资成本，激发微观主体活力，畅通经济金融的良性循环是重要前提条件。随着国际新一轮降息及量化宽松超的启动，我国普遍降准及继续引导 LPR 下行的可能性均随之增加。在此基础上，积极运用结构性货币政策工具，如定向降准、再贷款再贴现和抵押补充贷款等结构性工具，加大对重点领域重点行业的定向货币信贷支持，将成为未来货币政策运用的主要方向，相关领域和行业的信用状况也将随之改善。根据前两月我国宏观经济运行表现和疫情全球蔓延的态势，初步估计 2020 年我国还将继续实施定向降准操作、新增再贷款再贴现额度并扩大应用范围。

近期来看，结构性政策可能在下述方面发力，促进相关领域及行业的信用提升：首先，民营和中小微企业是结构性货币政策工具支持的重点领域，也是央行 2018 年以来确立的重要政策目标之一。这其中部分技术实力较强、市场空间较大的企业可望在良好信贷和金融服务支持下快速成长，其信用质量亦将有快速提升。其次，在国内疫情防控尚未结束，国际疫情加速爆发的形势下，疫情防控物资设备的生产及公共卫生设施建设可能会较长期成为定向货币信贷政策支持的重点领域，该领域相关的企业的信用环境或将持续优化，信用水平亦将有所提高；其三，今年为三大攻坚战的收官之年，脱贫和环保领域的重点龙头企业获得定向货币信贷政策支持的可能性比较大，信用质量有望提高。其四，加强产业链协同的支持。目前全球产业链的很多关键节点和核心企业都在中国，加大对这些产业链的核心企业，包括国内产业链核心企业的支持，是我国经济面临的一项重要任务。围绕着核心企业更好地支持上下游的中小企业，形成对整个产业链生态的支持，也是结构性政策灵活作为的一个重要方面。其五，加大重大项目的支持。因为重大项目往往涉及到很多比如土建、安装、设备、仪器仪表的采购以及建设需求，产业关联性强，具有较大的杠杆效应，因而也将是结构性政策的重要发力点，相关企业的信用状况亦将因此受益。其六，5G、数据中心等新型基建对我国经济增长动能转换和高质量发展意义重大，是国家重点支持建设领域，同时也需要大量资金，预计将会成为结构性政策工具支持的一个重要方向。