

## 中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作 者：李义举 中国银行研究院  
李佩珈 中国银行研究院  
电 话：010 - 6659 4026

签发人：陈卫东  
审稿人：周景彤  
联系人：梁 婧 叶银丹  
电 话：010 - 6659 6874

\* 对外公开  
\*\* 全辖传阅  
\*\*\* 内参材料

## 如何理解货币政策要更加灵活适度？ ——2020 年《政府工作报告》解读之四\*

新冠病毒疫情的全球暴发导致我国经济增长面临巨大挑战。2020 年《政府工作报告》（以下简称《报告》）指出“六保”成为“六稳”工作的着力点，体现出了底线思维。货币政策作为宏观调控政策的重要组成部分，理应提升政策效果以保障经济基本盘的稳定。

《报告》提出稳健的货币政策要更加灵活适度，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年，创新直达实体经济的货币政策工具等，这为今年的货币政策定下了主基调。

## 如何理解货币政策要更加灵活适度？ ——2020 年《政府工作报告》解读之四

新冠病毒疫情的全球暴发导致我国经济增长面临巨大挑战。2020 年《政府工作报告》（以下简称《报告》）指出“六保”成为“六稳”工作的着力点，体现出了底线思维。货币政策作为宏观调控政策的重要组成部分，理应提升政策效果以保障经济基本盘的稳定。《报告》提出稳健的货币政策要更加灵活适度，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年，创新直达实体经济的货币政策工具等，这为今年的货币政策定下了主基调。

### 一、更加灵活适度的货币政策是实现“六保”的重要支撑

#### （一）货币社融规模明显提升有助于疫情后的经济企稳

2019 年政府工作报告提出广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，但 2020 年提出广义货币 M2 和社会融资规模增速明显高于去年，这体现出货币政策为应对疫情的影响将加大逆周期调节力度。由于疫情的影响，我国经济下行压力持续加大，需要政策加大逆周期力度。同时，为应对疫情冲击，各国普遍采用了较大力度的刺激政策，美联储开启无限量化的量化宽松，欧央行实行 7500 亿欧元疫情紧急购买计划，日本实行了 30 万亿日元的中小企业贷款计划。未来我国货币政策将继续加大流动性释放力度，综合运用总量与结构并重的降准、降息等手段，有效满足实体经济恢复活力对于资金的需求。

#### （二）创新货币政策工具充分体现出货币政策的灵活适度

《报告》提出“创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行”，这反映出政府提升货币政策效果与稳增长的决心。由于原有的货币政策工具调整传导至实体经济的效果依然有待提升，且疫情对于我国经济影响较大，就业问题较为突出，亟需“见效快”的政策工具来稳定经济增长。欧美实行的货币政策工具具有一定借鉴意义，这类工具的代表便是量化宽松工具（表 1）。例如美联储的货币政策工具针对不同的市场主体提供了不同的信用支持，这些主体包括投资

级企业、非投资级企业、市政企业以及家庭部门。除一级市场公司信贷融资（PMCCF）是美联储直接购买投资级企业的债券之外，其他工具均通过购买不同金融机构持有的不同主体新发行债券、票据等来提供流动性支持，体现了直达经济主体的政策意图。

我国货币政策工具新的设计不是欧美式的量化宽松。我国国情与欧美不同，常规的货币政策空间依然较大，但存在一些结构性问题，例如中小企业融资难融资贵问题。针对这些结构性问题，未来货币政策将创造直接与特定企业对接的货币政策工具，缓解流动性的结构短缺，以促进实体经济不断发展。例如建立特别融资便利支持特定企业、增加特别再贷款、扩充合格抵押品范围等工具。同时也在提升货币政策传导效率、提高直接融资占比等方面继续加大改革力度。

表 1：本轮欧美国家量化宽松政策工具

|     | 工具                 | 具体内容  |
|-----|--------------------|---|
| 美联储 | 一级市场公司信贷融资（PMCCF）  | 购买投资级企业新发行债券和提供再融资贷款  |
|     | 二级市场公司信贷融资（SMCCF）  | 通过银行购买非投资级企业贷款  |
|     | 薪资保护流动性便利（PPPLF）   | 向提供薪资保护计划贷款的机构发放无追索权贷款  |
|     | 市政债流动性便利（MLF）      | 购买符合资质的市政债  |
|     | 定期资产支持证券贷款设施（TALF） | 为合格的资产证券化产品持有者提供无追索权抵押贷款，抵押品范围包括汽车贷款、信用卡贷款、学生贷款和有美国小企业管理局担保的小企业贷款 |
|     | 商业票据融资工具（CPFF）     | 通过特殊目的载体（SPV）为商业票据发行方提供流动性，以支持家庭和企业信用                             |
| 欧央行 | 疫情紧急购买计划（PEPP）     | 购买商业票据、一级市场企业债以及私人部门资产  |

资料来源：中国银行研究院

### （三）缓解中小企业融资难融资贵问题依然是货币政策关注的重心

中小企业融资难融资贵问题一直是货币政策关注的重点。定向降准以及宏观审慎政策关于中小企业贷款的考核使得中小企业融资可得性上升，融资成本出现下降。2020 年一季度，人民币小微企业新增贷款余额同比增长 23.6%，与去年同期相比提高了 4.5 个百分点。大型商业银行普惠小微贷款平均利率为 4.4%，较 2019 年平均值下降了 0.3 个百分点。本次《报告》提出“对普惠型小微企业贷款应延尽延”“鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷。”“大型商业银行普惠性小微企业贷款增速要高于 40%”等五大措施。这些措施既包括商业银行监管政策，也包括货币信贷调控政策，充分表明未来货币政策工作重心之一为支持中小企业发展。预计未来将持续加大结构性货币政策的调控力度，与财政政策、监管政策形成合力，提升金融机构发放普惠贷款的内生动能。

## 二、更加灵活适度货币政策提出的背景

### （一）国内外环境愈发严峻

新冠疫情的全球暴发导致我国经济发展面临的内外部环境不断恶化。从国际上来看，全球经济衰退已成定论。WTO 预计 2020 年全球贸易将萎缩 13%-32%。IMF 预计 2020 年全球经济将萎缩 3%，为大萧条以来最严重的衰退。从国内来看，三大需求皆受疫情重创。2020 年一季度投资、消费、出口同比分别下降 16.1%、19%和 13.3%，GDP 更是同比下降 6.8%，为近 45 年以来最低。内外部形势的严峻对我国后疫情时期经济发展带来了严峻的挑战，也为我国宏观政策调控带来了新的课题，即如何通过有效提升内部需求，稳定经济发展，实现“六保”目标。

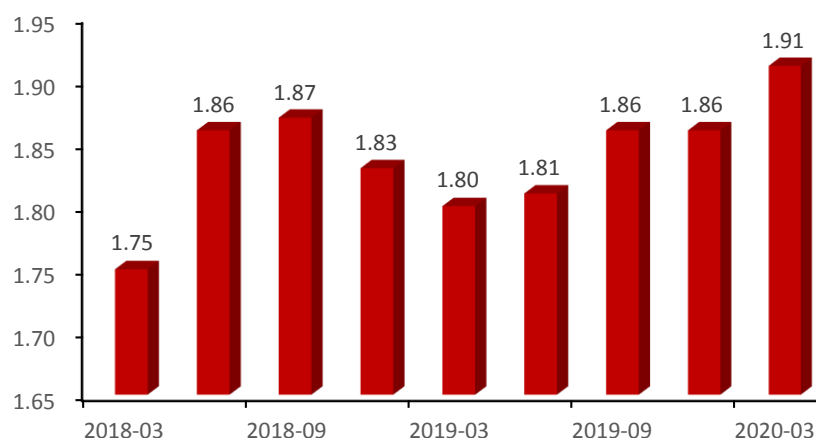
### （二）企业资金链断裂风险增大

疫情暴发导致一季度实体经济的发展暂停，企业资金链断裂风险增大。虽然货币政策加大了逆周期调节力度，货币社融增幅提升，但仍无法完全满足企业的资金需求。2020 年前 4 个月，社会融资规模增量为 14.19 万亿元，同比多增 3.91 万亿元。4 月末，M2 增速为 11.1%，比上年同期高 2.6 个百分点，为近三年来的新高。但企业现金

流状况依然较差。截至 2020 年 3 月，我国工业企业平均回收期累计天数为 63.1 天，与去年同期相比增加了 13.7%。主要原因为：一方面，企业面临房租、工资等固定成本约束，现金流较为紧张。另一方面，疫情导致经济发展出现了新业态。以线上医疗、教育、办公、购物为代表的经济新业态导致部分依托线下的传统企业面临较大的转型压力，企业资金缺口上升。

值得注意的是，企业经营状况的恶化将导致商业银行利润下行。企业经营状况的恶化会导致企业债务风险上升，商业银行不良贷款率也随之上升。2020 年一季度商业银行不良贷款率为 1.91%，与去年同期相比上升了 0.11 个百分点，为近十年以来的最高值（图 1）。在让利于实体经济政策以及企业债务风险加大的双重影响之下，商业银行的资产质量将持续承压，不良贷款率将继续提升，净息差下降，利润也将下降。一季度商业银行净利润同比增长仅 5%，与去年同期相比下降了 4.4 个百分点。预计后期银行将面临较大的资本补充和不良处置压力。

图 1：银行不良贷款率不断上升



数据来源：Wind，中国银行研究院

### （三）企业融资利率依然较高

我国企业一直面临较高的融资利率。2020 年一季度一般贷款利率为 5.48%，与年初相比仅下降了 0.26 个百分点。虽然自疫情暴发以来，人民银行降低了多种货币政策



操作工具利率，分别将 7 天期逆回购中标利率和 MLF 利率下调 20 个基点，使金融市场利率保持低位运行。但受国内外疫情的持续影响，信贷市场风险溢价不断走高。商业银行作为货币政策传导中枢的关键，面临着资本约束以及贷款不良率上升的双重压力，在严监管背景下难以大幅调降信贷利率，企业的融资成本下降有限。此外，当前我国工业生产领域面临通缩的风险。2020 年 4 月 PPI 同比下降了 3.1 个百分点，其中 PPI 生产资料指数下降幅度较大，同比下降了 4.5 个百分点，与上月相比下降了 2.1 个百分点。工业品价格的下降导致工业企业面临着实际利率的上升，不利于企业增加投资规模。

#### （四）中小企业融资的可持续性突出问题突出

我国实体经济与金融机构的良性循环还未形成，未来中小企业融资的可持续性问题较为突出。以无还本续贷为例，一是中小企业在贷款到期后还本付息的压力较大，加上银行对于无还本续贷较为谨慎，普惠贷款的商业可持续性面临严峻挑战。这主要是因为中小企业如无还款，商业银行也将无法实时掌握企业现金流用于判断企业偿还能力，后续合作意向及融资金额也无法准确确定，信息不对称导致商业银行不愿续贷。二是中小银行作为支持中小企业的主力军，其过度追求高利润带来的高风险加上公司治理能力的欠缺导致其本身经营状况较差，资本较为缺乏。在严监管的背景下，未来中小银行向中小企业发放贷款的压力也较大，即使在政策鼓励下发放了普惠贷款，也主要倾向于短期贷款，导致中小企业融资可持续性较差。

### 三、政策建议

未来货币政策应增强企业融资的可得性、可持续性 & 降低融资成本，从而降低企业债务风险，促进经济企稳回升。下一步货币政策建议：

**第一，优化流动性投放规模及结构，创新货币政策工具，增强企业融资可得性。**

一是加大对长期流动性投放规模，在保证流动性总量同时优化期限结构。综合采用降低法定存款准备金率、逆回购、MLF 等操作稳定市场流动性规模，考虑重新启用TMLF 操作，加大长期流动性投放及占比，优化流动性结构，稳定市场预期，鼓励商

业银行加大中长期信贷投放力度。二是创新货币政策工具，直接向中小企业提供信贷支持。中央和地方综合考虑制定特别受助企业类型，拟定政策细则，央行通过建立特别融资便利支持特定企业、增加特别再贷款、扩充合格抵押品范围等工具，创立直达企业的货币政策工具，实现“精确投放”，增加企业融资可得性。三是充分关注宏观杠杆率的变化，守住不发生系统性风险的底线。《报告》提出今年货币社融增速要明显高于去年，这将会进一步提升实体经济的杠杆率。杠杆率的快速提升将带来一定的金融风险。2020 年一季度我国实体经济部门杠杆率达到了 259.3%，与去年同期相比提升了 14.9 个百分点。未来货币政策应继续保持稳健的主基调，采取阶段式降准降息的同时加大宏观审慎评估考核，合理化解杠杆快速攀升带来的风险。

第二，相关部门应综合施策，降低金融机构监管成本，帮助企业渡过难关。一是各项支持措施要落到实处。落实《报告》中提出的减税降费目标，降低企业经营成本，加大财政贴息、税收返还力度，缓解企业经营困难，同时可考虑将银行利润增速纳入考核目标，切实让利实体经济。二是要调整监管强度，降低银行监管成本。考虑适当放松对商业银行不良贷款率、资本充足率的考核要求，调低 MPA 中广义信贷的考核参数，缓解信贷约束，同时适当延缓各类监管文件的推出时间和已有监管文件的达标期限，为金融机构提供更多缓冲。三是要多措并举，降低银行负债成本，保证银行经营可持续。适度放松对存款的考核，避免银行之间争夺存款推高负债成本，同时放松对同业负债的限制。监管部门对银行设置了同业负债占比不超过三分之一的要求，这是为整治金融乱象做出的规定。当前市场利率较低，由于存在这一限制，商业银行难以通过增大同业融资规模降低负债成本，监管部门可考虑适度放松同业负债占比限制，增加银行负债对市场利率变化敏感性，降低银行负债成本。

第三，采取阶段性“降息”策略，继续推动贷款报价机制改革，降低企业融资成本。一是阶段性调低政策利率，推动政策利率曲线下移。由于货币政策调控存在时滞，中间传导环节需要时间，连续下调政策利率并不合适，因此可考虑阶段性调低政策利率的做法，分阶段降低逆回购、MLF 等政策利率水平，推动政策利率曲线下移，便于企业降低市场化融资模式，例如债券融资成本。同时要做好效果评估，及时对政策效

用进行反馈，及时纠偏。**二是持续推动贷款市场报价机制改革。**完善 LPR 报价机制，改善利率报价弹性，适度增大与市场利率变化的相关性，令各类主体更好适应市场化的定价方式。**三是将政策重心放在降低最终贷款利率水平上。**切实落实利率降低 1 个百分点的政策目标，令企业享受到实实在在的政策红利，但同时需警惕利率长期过低的负面影响，利率环境长期处于宽松水平容易鼓励金融出现过度投机行为，导致风险积聚，这需要及时采取措施避免监管套利、资金空转等情况出现，防止诱发金融风险。

**第四，银行要积极作为，与实体经济风雨同舟，同时做好风险防范工作。**一是**针对特殊企业采取“特事特办”**。要加大应急贷款或专项贷款等信贷支持力度，加快审批效率，在利率和手续费上给予特殊企业更多优惠，构建“白名单”模式，主动、精准投放。二是**分门别类，一户一策，做好专项扶持工作**。根据企业实际情况，对企业制定专项信贷政策，对符合条件企业采取无还本续贷、信贷重组、减免逾期利息等方式予以支持，帮助企业渡过难关。三是**创新贷款模式，积极防控经营风险**。积极利用担保、信用保险、联合贷款等多种措施分散风险，避免风险集中。同时要做好不良资产处置工作，防范经营风险。