货币政策“结构性”转向

——7 月 1 日再贷款再贴现利率调降点评

央行决定于 7 月 1 日起下调支农、支小再贷款利率 25BP，3 个月、6 个月和 1 年期支农、支小再贷款利率分别降至 1.95%、2.15%和 2.25%。再贴现利率亦将下调 25BP 至 2%。此外，央行还下调金融稳定再贷款利率 50BP 至 1.75%，延期期间的利率为 3.77%。

一、“轻总量”：“提前考虑政策工具的适时退出”

在“各类经济指标已经出现边际改善”的前提下，5 月以来，为防范资金空转套利，货币政策边际收紧。宏观经济上，5 月数据延续自 3 月以来的修复态势，较 4 月全面回暖，但修复节奏有所放缓。公开市场操作上，5-6 月逆回购和 MLF 的投放量仅刚好对冲其到期量，实现净投放 100 亿；5-6 月 MLF 利率和 1 年期/5 年期 LPR 均保持不变。6 月 1 日，央行创新两项政策工具以提升直达实体经济的效率，指向“宽货币”未来不一定是“宽信用”的必要条件。监管亦窗口指导部分银行压降结构性存款规模、降低银行负债端成本。债券/票据融资利率有所回升，使得“贷款/债券/票据-结构性存款/理财”的套利空间收窄。但**5 月以来政策趋于收敛并不意味着其彻底转向，考虑到“稳增长”和“保就业”压力仍然巨大，货币政策仍需进一步“宽信用”和“降成本”。**

受货币政策边际收敛影响，叠加政府债券放量发行及税期因素扰动，5 月以来资金利率和国债收益率大幅调整。货币市场方面，Shibor 隔夜利率在 5 月 13 日再次触碰 0.7%低点后迅速抬升，震荡区间维持在 1.5-2.2%之间，接近 7 天逆回购利率水平；同业存单方面，国股行 3 个月存单一级发行利率从 1.4%调整至 2.1%附近水平，1 年期也同步上行约 70BP 至约 2.4%，且预期转向之快导致调整区间内发行量寥寥；债券方面，中短期调整幅度较大，5 年期中债国债到期收益率在 6 月底收 2.55%，较 5 月初升 72BP。

二、“重结构”：政策“直达性”上升

本次再贷款再贴现利率调降属于结构性政策工具范畴，央行“降息”旨在银行负债成本，从而推动商业银行继续向实体经济让利。

第一，本次“降息”具有“随行就市”的特征。此前，由于再贷款、再贴现利率相对偏高，一定程度上制约中小银行积极性：2.5%的再贷款利率自 3 月以来便高于商业银行同业负债代表利率（1 年期 AAA 同业存单到期收益率，3-6 月均值 2%）；2.25%的再贴现利率亦曾一度高于票据贴现利率。**使用进度方面，**第一批 3,000 亿元专项再贷款截至 5 月末已发放 2,800 亿元，余下的 200 亿元将给到湖北，支持金融机构累计发放优惠利率（1.25%）贷款 4,800 亿元；第二批 5,000 亿元再贷款再贴现截至 5 月 5 日发放近 4,000 亿元；第三批 1 万亿元再贷款再贴现政策已开始发放，但尚未披露数据。

第二，政策重点已转向结构性“宽信用”，通过再贷款再贴现“直达”小微和民营企业、三农等特定领域，定向支持其信用扩张和贷款利率下行。结构上，由于资金投向采取“先贷后借”的报销制管理，可有效防止资金“跑冒滴漏”。而中小银行是支持小微企业的主力军，但在流动性分层背景下，大行向中小行的流动性传导不畅，再贷款日益成为中小银行获取流动性的重要方式。**价格上，**若按剩余额度 1 万亿元计算，25BP 降幅可节约资金成本 25 亿元。

第三，后续再贷款再贴现额度的释放将成为基础货币供给的增量因素，部分弥补因 MLF 缩量和特别国债发行带来的长期限资金缺口。今年下半年，流动性仍有望保持合理充裕。央行适度抬升资金利率中枢后，有望将其稳定于一个合意水平：一则是为了避免资金空转套利重演，二则也需为“宽信用”和“降成本”营造良好的货币金融环境。考虑到政策利率对市场利率的顶部约束，我们预计银行间利率 DR001 下半年的波动区间[1.5%，2.1%]，DR007 的波动区间为[1.9%,2.2%][1]。

[1] 今年上半年 DR001 均值为 1.5%，DR007 均值为 1.9%。

此外，“防风险”导向下，央行还下调了金融稳定再贷款利率 50BP 至 1.75%，这是用于防范和处置金融风险的再贷款。同时，**金融稳定再贷款利率的降幅大于再贷款再贴现利率，目的是为了支持风险处置。**延期期间的金融稳定再贷款利率亦降 50BP 至 3.77%，与普通时期的金融稳定再贷款利率保持一定的利差水平，主要是为了提高商业银行及时处置金融风险的动力，防范道德风险。

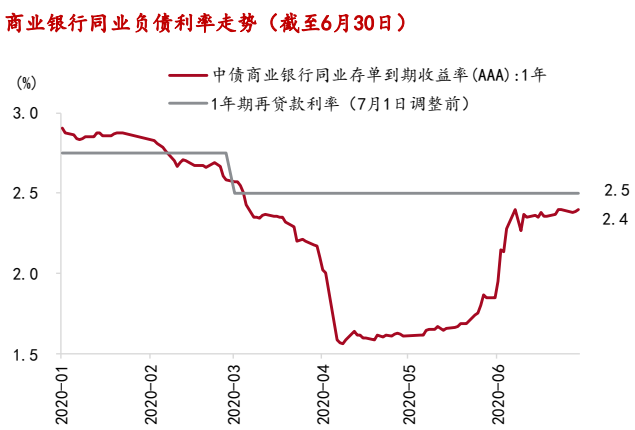
三、前瞻：结构性“宽信用”有望持续发力

前瞻地看，货币政策有望保持结构性宽松立场，未来总量性的“宽货币”政策可能会逐步退出，结构性的“宽信用”政策将持续发力。2-4 月间，货币政策处于总量性适度宽松区间，主要是因为疫情下企业的流动性和偿付能力受到较大冲击，需要政策及时应对，但下半年政策的重点将是化解中小企业融资难贵等结构性问题。在经济逐步改善的基准情形下，货币政策难以回到 2-4 月的单边宽松状态。

货币政策操作上，数量上，我们维持 7 月降准的判断，主要是考虑到再贷款再贴现降低银行资金成本的效果相对有限。**价格上，三季度内逆回购/MLF 降息的概率依然较低，最快或于三季度末落地。**结构性存款规模压降叠加商业银行自发调整的背景下，央行三季度内可能更倾向通过压缩银行“加点”的方式引导 LPR 进一步下行。一方面，MLF 降息具有“牵一发而动全身”的效果，可能会引发资金利率再度下行，影响打击资金空转成效；另一方面，保持再贷款再贴现利率较市场利率的相对优势，亦能更好地激发中小银行的使用意愿。

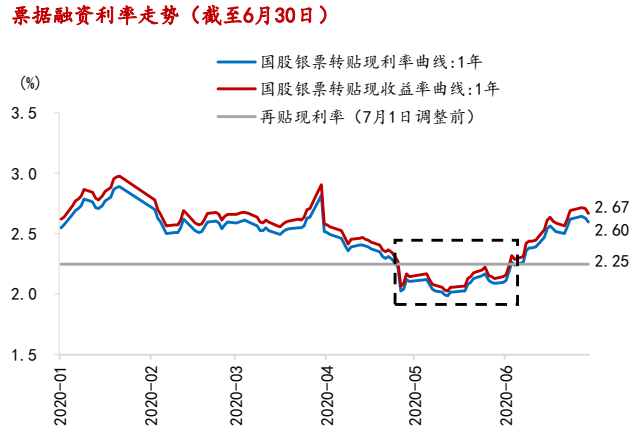
（评论员：谭卓 蔡玲玲 杨薛融 邹萌）

图 1：银行同业存单利率低于调整前的再贷款利率



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：票据融资利率一度低于调整前的再贴现利率



资料来源：WIND、招商银行研究院