宏观研究

货币政策正在起变化：靶向性明显提高

宏观专题报告 2020 年 7 月 3 日

报告摘要：

- **再贷款降息同时利好中小银行和中小企业**

  由于中小银行是支援小微企业主体，再贷款降息可在一定程度上降低中小银行成本，同时对小微企业、三农领域、疫情相关企业形成支持。另外由于是直接投放基础货币，企业会通过派生存款或经营开支等方式使这部分资金重新回到银行体系，长期来看对银行体系流动性有一定支持作用。预计7月份随着再贷款投放、财政支出发力，银行间流动性会逐渐恢复较为充裕的状态，央行可能会减少公开市场投放力度。

- **近期货币政策总量适度并不代表转向，而是为了打击资金空转**

  根据易行长在陆家嘴论坛的发言和余初心的文章《正确认识应对非常事件的货币政策》可以看出，疫情以来银行间杠杆率处于高位、结构化存款规模大幅增长、M2 与 M1 增速剪刀差扩大等现象均反映金融机构出现套利行为，近期的金融市场调整，针对的是这种套利甚至资金空转行为。货币政策总量适度并不代表政策转向，而是为了打击资金空转。

- **7.1国常会允许专项债补充中小银行资本金，利好中小银行**

  会议决定；“在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本金的新途径。”当前来看，受制于盈利增长有限以及不良贷款率上升，今年中小银行核心一级资本补充极为受限，通过专项债为中小银行注资可直接补充其资本，降低其经营风险。

风险提示：财政存款增长超预期、再贷款投放慢于预期、中小银行不良贷款率上升超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008

电话： 010-85127665

邮箱： fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

1. 再贷款降息体现货币政策总量适度、结构发力的目的.....3
2. 今年疫情以来央行通过再贷款投放大量基础货币.....3
3. 货币政策会转向吗？.....5
4. 专项债补充中小银行资本金，可缓解其核心一级资本不足问题.....8
风险提示.....8

1. 再贷款降息体现货币政策总量适度、结构发力的目的

央行决定于 7 月 1 日起下调再贷款、再贴现利率。其中，支农再贷款、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%。再贴现利率下调 0.25 个百分点至 2%。此外，央行还下调金融稳定再贷款利率 0.5 个百分点，调整后，金融稳定再贷款利率为 1.75%，金融稳定再贷款（延期期间）利率为 3.77%。

作为结构性货币政策工具，再贷款降息更多发挥精准滴灌的作用。再贷款和再贴现有严格的申请资质和投向要求，属于结构性工具，发挥精准滴灌作用。这也符合二季度央行货币政策委员会的精神，会议指出：“坚持总量政策适度，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，要有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，继续用好 1 万亿元普惠性再贷款再贴现额度，落实好新创设的直达实体经济政策工具。”再贷款降息有利于降低中小微企业融资成本，对冲疫情带来的冲击。

图 1：第一批 3000 亿和第二批 5000 亿再贷款（再贴现）详情

【民生宏观】第一批3000亿和第二批5000亿再贷款（再贴现）详情

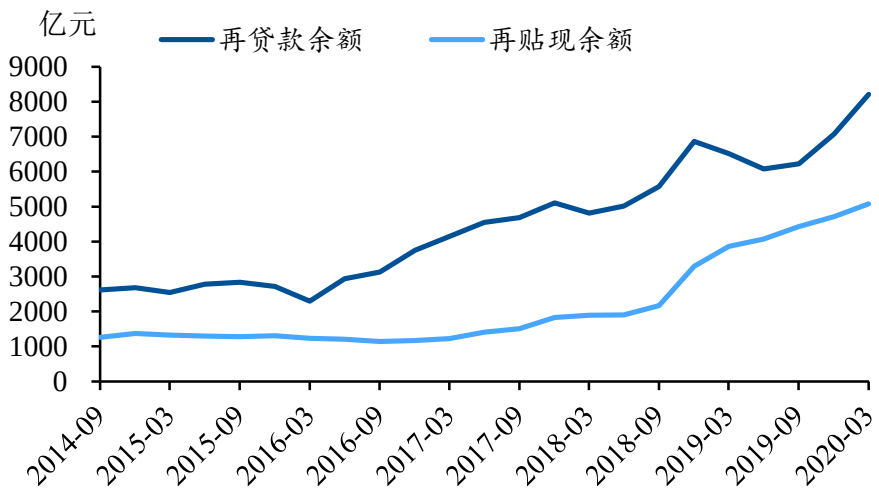
项目	专项再贷款	支农再贷款	支小再贷款	再贴现
批次	第一批	第二批		
投放额度	3000亿	1000亿	3000亿	1000亿
银行资质要求	9家全国性银行和疫情重点地区地方法人银行	农商行、农合行、农信社和村镇银行	小型银行	各类银行及符合资质的财务公司等非银行机构
最终投向要求	疫情防控重点保障企业	三农领域	小微企业	优先办理涉农、小微企业、疫情相关企业票据
期限	一年			不超过4个月
央行给银行发放的利率	1.55%（上月LPR-250BP）	2.5%（较前值下调25BP）		2.25%
银行给企业发放的利率	≤3.05%（≤上月LPR-100BP）	利用上述资金发放的贷款利率低于同档平均利率		
企业实际享受的利率	≤1.6%（财政贴息50%）	同上		

资料来源：民生证券研究院整理

2. 今年疫情以来央行通过再贷款投放大量基础货币

今年 2-4 月再贷款取代公开市场操作成为央行投放基础货币主要工具。央行有传统三大货币政策工具：公开市场操作、调节准备金率、再贷款/再贴现，今年 2 月到 4 月期间的很长一段时间，央行都未开展逆回购操作，原因在于央行通过成本更低的再贷款、再贴现为银行体系注入大量流动性，叠加 2 月到 4 月期间实体企业融资需求低迷，因此利率中枢也长期处于低位。相比逆回购和 MLF，再贷款的缺点在于有严格的申请资质和投放要求，但优点在于参与门槛较低，非交易商协会的银行也可以参与申请，不会像公开市场操场那样造成流动性分层效应，利好中小银行。

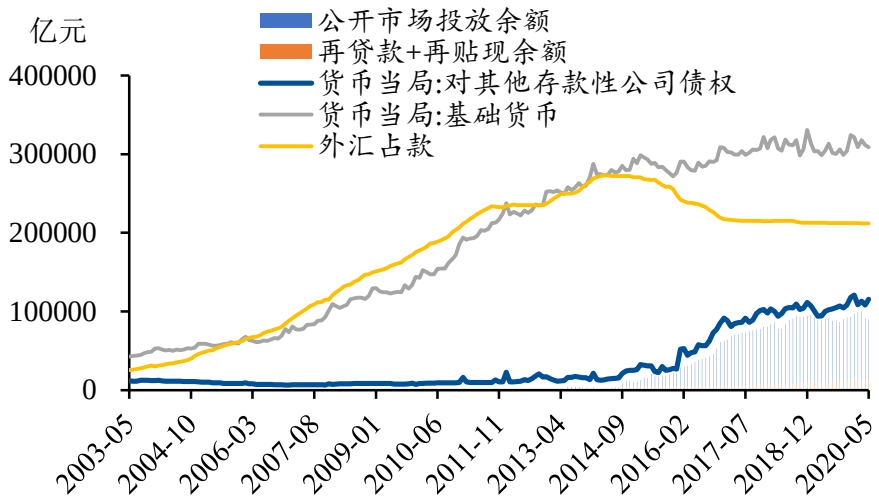
图 2：今年疫情以来央行通过再贷款（再贴现）投放大量基础货币



资料来源：wind，民生证券研究院

再贷款降息同时利好中小银行和中小企业。由于中小银行是支援小微企业主体，再贷款降息可在一定程度上降低中小银行成本，同时对小微企业、三农领域、疫情相关企业形成支持。另外由于是直接投放基础货币，企业会通过派生存款或经营开支等方式使这部分资金重新回到银行体系，长期来看对银行体系流动性有一定支持作用。预计 7 月份随着再贷款投放、财政支出发力，银行间流动性会逐渐恢复较为充裕的状态，央行可能会减少公开市场投放力度。

图 3：再贷款可补充基础货币



资料来源：wind，民生证券研究院

注：公开市场投放余额包括 MLF、TMLF、SLF、逆回购等的余额

再贷款降息有利于资金利率中枢下降。今年 6 月以来资金利率中枢持续接近 2.2%政

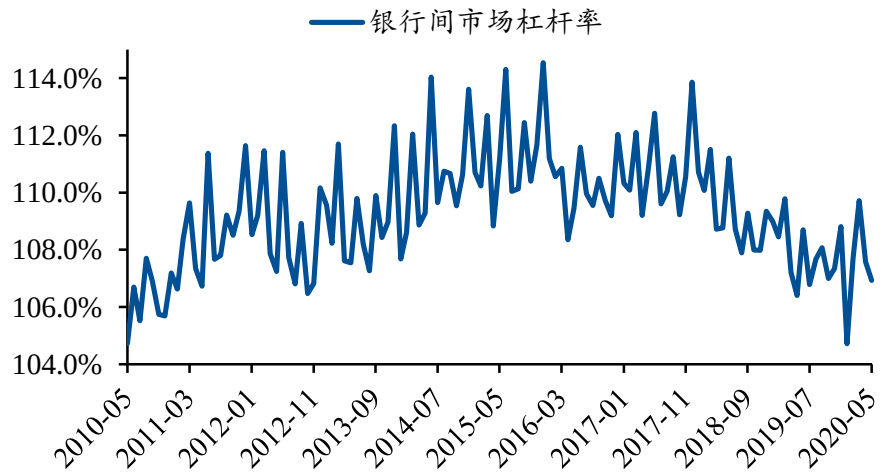
策利率水平，但再贷款降息有利于资金利率中枢下降。相比 MLF 而言，同样的期限下再贷款利率更低；相比逆回购而言，同样的利率下再贷款期限更长。再贷款投放发力变相相当于央行给与银行体系低成本的流动性，资金利率中枢有望下移至 2.0%以下。

3. 货币政策会转向吗？

易纲行长认为货币政策应坚持总量适度原则。易行长在陆家嘴论坛指出:“我们认为，疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要注重政策设计激励相容，防范道德风险，要关注政策的“后遗症”，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出。”根据易行长的观点，疫情以来货币政策保持较为宽松的态势，虽然为中小微企业提供大量支持，但也使金融机构积攒了大量风险。另一方面实体企业投资需求有限，过度宽松会造成企业通过票据融资购买结构性存款的套利行为，造成资金空转问题，危害金融稳定。如今经济已经进入复苏阶段，针对疫情而搞的货币宽松政策工具可以适度退出。

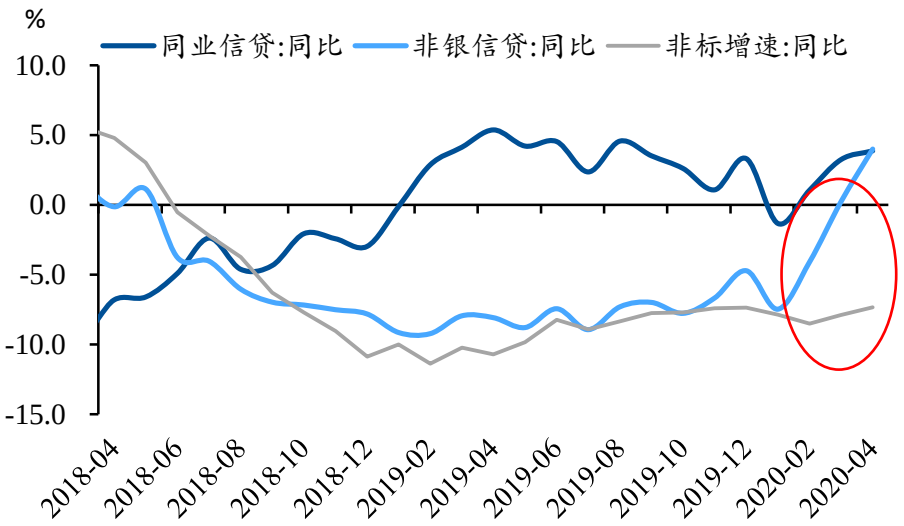
余初心的文章认为货币政策“适时推出”的目的是“退空转”。余初心在文章《正确认识应对非常事件的货币政策》中指出：”资金空转和金融风险苗头已经出现，“适时退出”并不意味着“急踩刹车”收紧货币，目的是为了“退空转”，更好服务实体经济。近期的金融市场调整，针对的是刺激政策实施后难以完全避免的套利甚至资金空转行为，政策目的是为了及时遏制泡沫膨胀，引导资金流向实体企业，避免刺激政策的后遗症为未来的发展留下隐患。”文中也指出，银行间杠杆率处于高位、结构化存款规模大幅增长、M2 与 M1 增速剪刀差扩大等现象均反映金融机构出现套利行为，近期货币政策总量适度并不代表转向，而是为了打击资金空转。

图 4：今年疫情以来银行间杠杆率再度上升



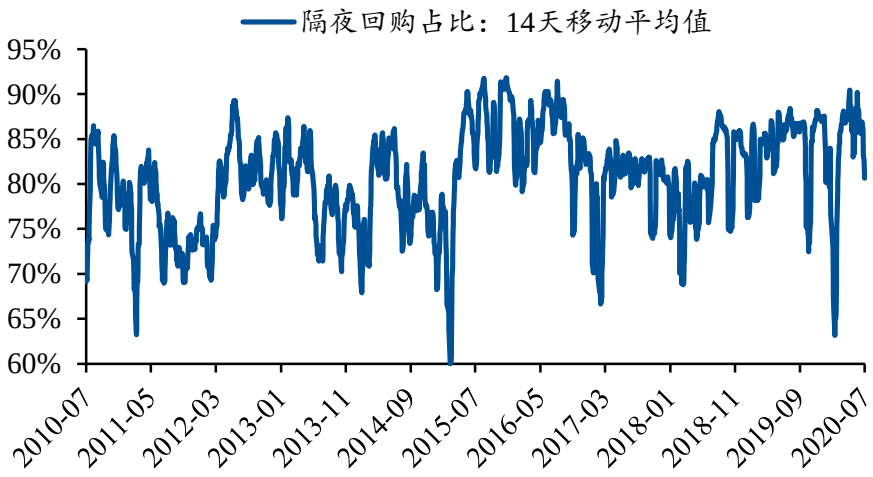
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：今年疫情以来非银金融机构存在加杠杆套利行为



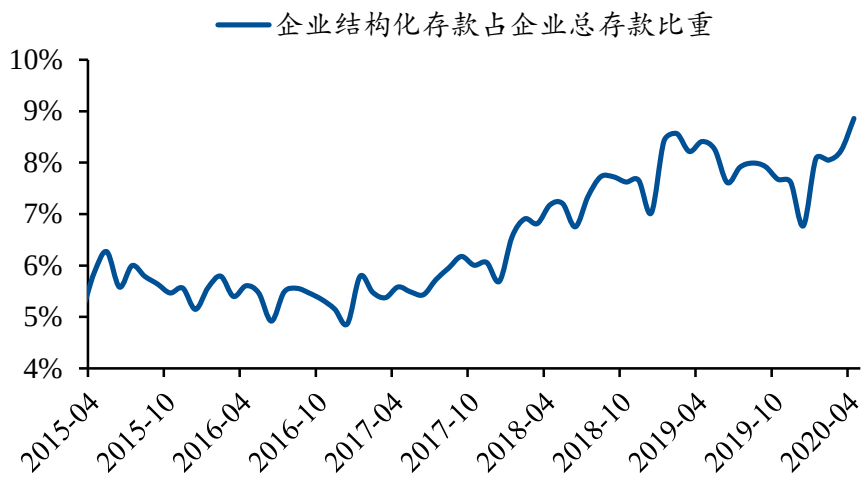
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：今年疫情以来隔夜回购占比高于前两年



资料来源：wind，民生证券研究院

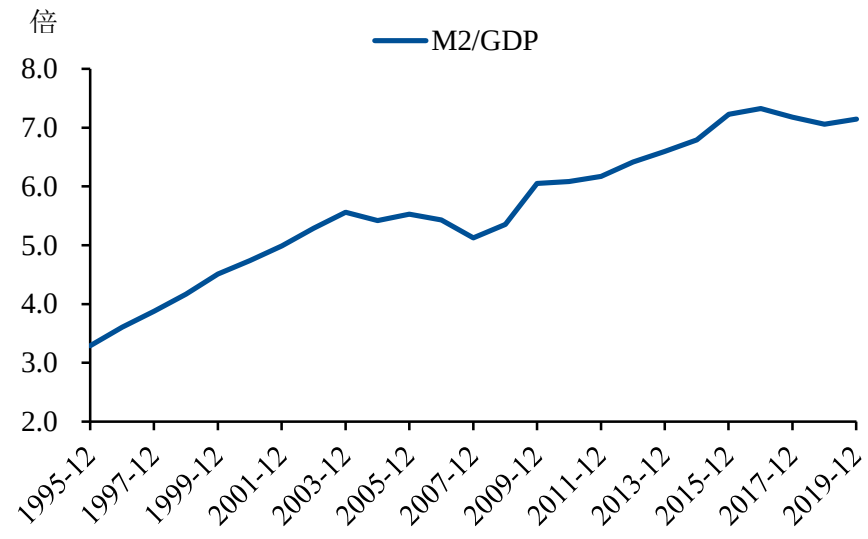
图 7：今年疫情以来企业结构性存款占比大幅上升



资料来源：wind，民生证券研究院

央行工作论文认为应保持 M2/社融增速与名义 GDP 增速基本匹配。央行在工作论文《金融结构、经济效率与 M2/GDP 的关系》中指出：“应保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配，健全基准利率和市场化利率体系，稳妥推进利率并轨，畅通货币政策利率传导机制，顺利实现货币政策调控方式由数量型向价格型转型。”文章认为，保持 M2/GDP 处于合理水平具有重要意义，随着我国经济增长由投资驱动型转向消费驱动型，M2/GDP 增速未来也将逐渐趋敛。以此来看，未来 M2 和社融增速不会一直保持很高的位置。

图 8：央行工作论文认为未来 M2/GDP 会逐渐趋于收敛

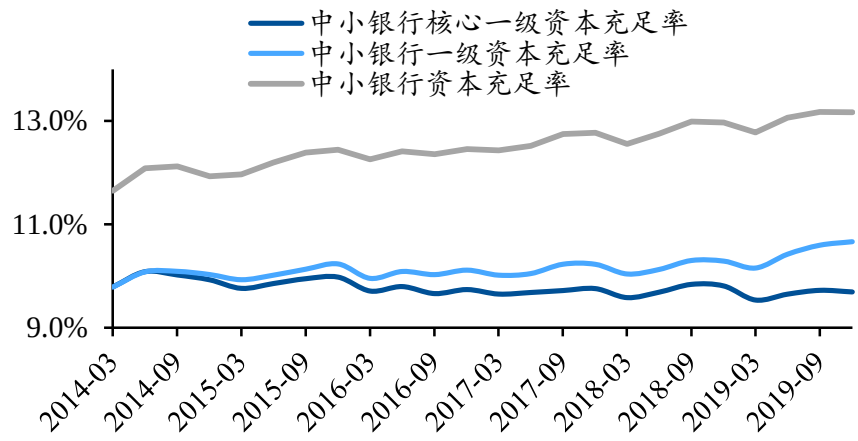


资料来源：wind，民生证券研究院

4. 专项债补充中小银行资本金，可缓解其核心一级资本不足问题

7.1 国常会允许专项债补充中小银行资本金，利好中小银行。会议决定；“在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本金的新途径。”当前来看，受制于盈利增长有限以及不良贷款率上升，今年中小银行核心一级资本补充极为受限，通过专项债为中小银行注资可直接补充其资本，降低其经营风险。

图 9 中小银行核心一级资本充足率仅略高于监管线



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 1：中小银行补充核心一级资本方式

补充方式	今年存在的限制
留存收益	根据央行课题组观点，今年银行净利润可能 0 增长，这意味着留存收益也可能 0 增长甚至负增长
IPO+定增+配股	只有上市银行能发行，且中小行股权融资规模量较小，对于补充核心一级资本杯水车薪
可转债	转换存在限制，且成本较高，通常不会轻易转换
地方财政或国企注资	今年地方财政吃紧，财政注资难度较大
民企或外企参资	今年民企经营压力较大，或难有多余资金给银行注资

资料来源：民生证券研究院整理

风险提示

财政存款增长超预期、再贷款投放慢于预期、中小银行不良贷款率上升超预期等。

插图目录

图 1：第一批 3000 亿和第二批 5000 亿再贷款（再贴现）详情 3
图 2：今年疫情以来央行通过再贷款（再贴现）投放大量基础货币 4
图 3：再贷款降价加量可起到类似投放 MLF 或降准的作用 4
图 4：今年疫情以来银行间杠杆率再度上升 5
图 5：今年疫情以来非银金融机构存在加杠杆套利行为 6
图 6：今年疫情以来隔夜回购占比高于前两年 6
图 7：今年疫情以来企业结构性存款占比大幅上升 7
图 8：央行工作论文认为未来 M2/GDP 会逐渐趋于收敛 7
图 9 中小银行核心一级资本充足率仅略高于监管线 8

表目录

表 1：中小银行补充核心一级资本方式 8

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。