金融如何让利实体经济

——1.5 万亿实现路径匡算

6 月 17 日，国务院常务会议召开，部署引导金融机构进一步向企业合理让利，助力稳住经济基本盘。6 月 18 日，第十二届陆家嘴论坛开幕。两次会议中关于货币金融政策的表述成为市场焦点。

一、三大要点：让利、降准、总量适度

第一，国常会继续强调“推动金融系统向各类企业合理让利”，并首次明确全年让利规模达 1.5 万亿元，预计商业银行仍将在其中发挥主力作用。2019 年全年，商业银行净利润为 1.99 万亿，营业收入推算为 7.6 万亿[1]，1.5 万亿占两者的比重分别为 75%和 20%。预计“让利”主要来源于贷款的放量叠加降价，将直接作用于商业银行的营业收入。**商业银行可从三方面为让利做准备：**一是用好央行再贷款和直达实体经济的货币政策工具；二是主动降低付息负债成本，包括压降高成本的结构性存款；三是提升内部管理水平，降低运营成本。

第二，国常会提出“综合运用降准、再贷款等工具”，较《政府工作报告》删除“降息”表述，指向降准值得期待，但 MLF 降息的概率有所下降：一方面，考虑到特别国债造成的 1 万亿资金缺口，以及“宽信用”“降成本”的政策目标，有必要通过降准释放长期流动性。另一方面，结构性存款规模压降叠加商业银行的自发调整，银行负债端成本压力边际缓解，央行可能通过压缩银行“加点”的方式引导 LPR 进一步下行，短期内 MLF 降息的概率因此下降。

第三，陆家嘴论坛上易纲行长表示，“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”，表明央行对政策的态度相对审慎。在“各类经济指标已经出现边际改善”的前提下，5 月下旬以来，为防范资金空转套利，央行边际收紧流动性，DR007 由 5 月 16 日

[1] 2019 年末，银行业金融机构总资产余额为 282.5 万亿，36 家 A 股上市银行资产合计为 188 万亿，36 家 A 股上市银行营业收入 5.05 万亿，据此推算全行业营业收入为 7.6 万亿。

当周的 1.32%上行 61BP 至 6 月 13 日当周的 1.93%。6 月 15 日，MLF 缩量续作且利率不变。货币政策重心逐步由总量性“宽货币”转向结构性“宽信用”，通过创新政策工具提升直达实体经济的效率。

二、影响匡算：金融让利实体路径

根据陆家嘴论坛上易纲行长的讲话，我们测算出今年金融部门向企业让利可达 1.29 万亿（情形一）/1.64 万亿（情形二）。具体而言，主要包括以下三部分：

第一，通过降低表内贷款利率和表外非标利率实现让利，全年规模约为 0.84 万亿/1.19 万亿。2020 年末表内贷款余额可达 173 万亿[2]，包括非房贷（以企业贷款为主）和房贷，非房贷占比 80%。在测算让利规模时，锚定利率可选择“企业贷款平均利率”（情形一）或“一般贷款利率”（情形二），后者的统计口径除企业部门外，还包括了居民部门。

情形一：今年 1-4 月，企业贷款平均利率的降幅 31bp[3]与 1 年期 LPR 的 30bp 大致相当。假设 1 年期 LPR 下半年降 10bp 并带动企业贷款利率同步下行，让利规模为 5,500 亿。

情形二：今年 1-3 月，一般贷款利率的降幅 26bp[4]超过 1 年期 LPR 的 10bp。假设 4-12 月一般贷款的利率下行幅度为 40bp 略超同期 LPR 的降幅 30bp，让利规模为 9,000 亿。

此外，假设 5 年期 LPR 全年降幅 20bp 并带动房贷利率同步下行，对应的让利规模则为 700 亿。信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票三者 2019 年末余额合计为 22 万亿，预计年内收益率平均降幅约为 100bp，可让利 2,200 亿。

第二，通过直达货币政策工具推动让利，今年上半年对应的规模约为 956 亿，假设下半年政策保持相同的节奏，预计全年可让利 2,000 亿。其中，3,000 亿专项再贷款中企业实际融资成本为 1.25%，较 2019

[2] 易纲行长表示“预计将带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元”。
[3] 4 月份企业贷款利率为 4.81%，相较上年末 5.12%下降 31bp。
[4] 3 月末一般贷款利率为 5.48%，相较上年末 5.74%下降 26bp。

年末企业贷款平均利率 5.12%低 387bp，可让利 116 亿；5,000 亿再贷款中企业融资成本不高于 4.35%，较 2019 年普惠小微贷款平均利率 6.7%低 235bp，可让利 120 亿元；1 万亿再贷款中企业融资成本约为 5.5%，可让利 120 亿；普惠小微信用贷支持计划中，央行提供的零成本流动性将降低银行资金成本，银行进一步将此部分让利于实体，规模约为 200 亿；普惠小微企业贷款延期支持工具中，央行同财政部提供的 400 亿激励金也是让利。

第三，银行减少收费预计可让利 2,500 亿。

三、前瞻：货币政策“结构性”转向

金融体系让利的本质是为了达成“宽信用”和“降成本”双重目标，央行大概率将降准予以配合。若锚定企业贷款平均利率（情形一），我们估算的让利规模距离 1.5 万亿仍有 2,000 亿的缺口，央行需出台更多“宽信用”政策以覆盖这一缺口：一是“降成本”的让利效果最为显著，故可能需要进一步压缩银行加点/MLF 降息，进而引导 LPR 下半年的降幅超过 10bp；二是亦可能创设新的直达实体经济的政策工具。**若锚定一般贷款利率（情形二），估计让利规模已超过政策目标，意味着后续央行相机抉择的空间上升。总体来看，金融体系让利 1.5 万亿大概率不会成为货币政策的硬约束。**

前瞻地看，5 月以来货币政策的边际收紧并不意味着其彻底转向。受海内外需求疲弱影响，目前经济修复已显著放缓，且部分地区疫情出现反复，下半年“稳增长”“保就业”的压力仍然巨大。政策未来大概率仍将保持宽松立场，流动性将保持合理充裕，资金利率亦将稳定在相对低位。**但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。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”政策则有望延续更长时间。**

（评论员：谭卓 杨薛融 董加加 陈澍雨）

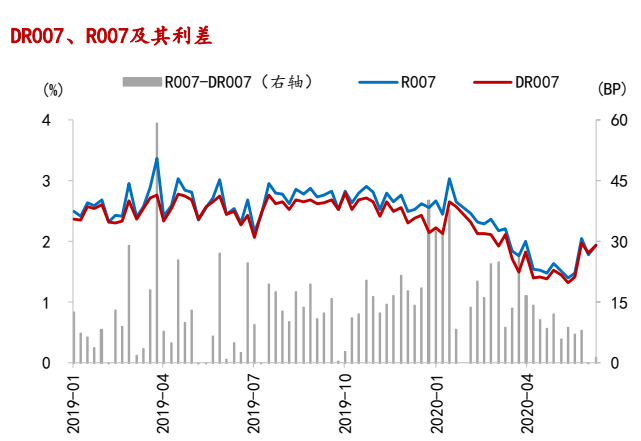
感谢梁利锋的宝贵建议。

表 1：1.5 万亿让利规模匡算

让利规模	情形一（锚定“企业贷款平均利率”）	情形二（锚定“一般贷款利率”）
非房贷	5,500	9,000
房贷	700	
表外非标	2,200	
创新政策工具	2,000	
减少收费	2,500	
合计	**12,900**	**16,400**

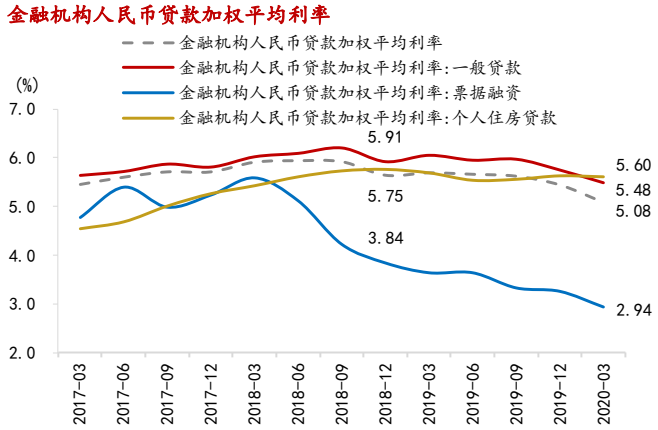
资料来源：招商银行研究院

图 1：5 月下旬以来资金利率快速上行



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：今年以来贷款利率有所下行



资料来源：WIND、招商银行研究院