

相关研究

《非农高于预期，失业率创新低——19年4月美国非农数据点评》2019.05.04
《经济短期回调，通胀预期温和——2019年4月经济数据前瞻》2019.05.02
《宏观研究 20190501: PMI 季节性回落，经济短期回调——19年4月全国制造业 PMI 数据解读》2019.05.01

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:周霞

Tel:(021)23219807

Email:zx6701@htsec.com

证书:S0850513070006

分析师:李金柳

Tel:(021)23219885

Email:lj11087@htsec.com

证书:S0850518070004

支持民企小微，货币相对宽松

——央行定向降准点评

投资要点:

- 2019年5月6日，央行宣布对部分中小银行实行较低存款准备金率。我们的点评是：**支持民企小微，货币相对宽松。**
- **中小银行实行较低准备金率。**央行宣布，2019年5月15日起，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。对仅在本县级行政区域内经营，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（可定义为“服务县域的农商行”），执行与农村信用社相同档次的存款准备金率（目前为8%）。
- **完善准备金率“三档两优”基本框架。**央行行长易纲曾提到完善比较清晰的三档存款准备金率政策框架的方向：大型银行为一档，中型银行为第二档，小型银行特别是县域的农村信用社、农商行为最低的一档。此次正是将服务县域的农商行准备金率归入到最低一档，**由此我国存款准备金制度将形成更加清晰、简明的“三档两优”基本框架。**
- **定向支持民营和小微企业。**小型或者县域农商行具有普惠性质，通常在地方的民营和小微企业信贷中发挥着重要作用，针对其降准也是落实国常会降低小微企业融资成本的要求，体现结构性政策支持民营和小微企业的方向。**央行表示约有1000家县域农商行可享受该优惠政策，释放长期资金约2800亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。**为稳妥有序释放资金，确保用于扩大普惠信贷投放，此次存款准备金率调整将于5月15日、6月17日和7月15日分三次实施到位。
- **货币维持相对宽松。**2月货币利率DR007一度降至2.3%以下，资金极其充裕，而央行表示今年降准空间较去年变小，随后较长时间暂停公开市场操作，引导货币市场利率回升到政策利率之上，说明**货币政策最宽松的时候已经过去，但这绝非央行政策的转向收紧，而是在避免大水漫灌的同时更加注重结构性政策工具，货币仍维持相对宽松的状态，4月底货币利率已重新回落。**
- **债市反弹行情。**进入4月，制造业PMI有所回落、发电耗煤增速下滑转负、通胀升幅也较3月放缓，**基本面对债市仍有支撑**，同时定向降准意味着货币政策维持相对宽松，目前2.6%左右的DR007对应10年期国债利率合理水平约在3.1%左右，**当前国债利率具备较好的交易价值，5月债市或有望迎来反弹行情。**

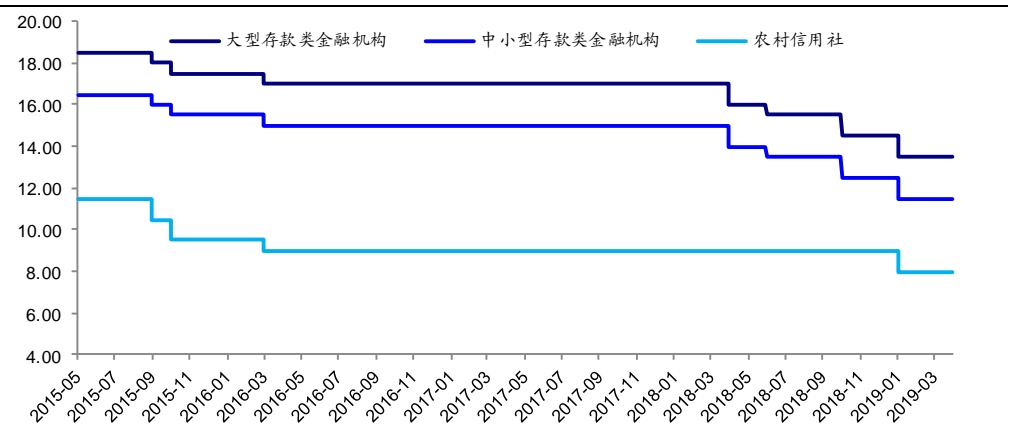
2019年5月6日，央行宣布对部分中小银行实行较低存款准备金率。我们的点评是：支持民企小微，货币相对宽松。

1. 中小银行实行较低准备金率

央行宣布，2019年5月15日起，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。对仅在本县级行政区域内经营，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（可定义为“服务县域的农商行”），执行与农村信用社相同档次的存款准备金率（目前为8%）。

此前央行在2月发布的18年4季度货政报告中指出：我国金融机构存款准备金率大体分为“三档”，主要的金融机构中，大型商业银行为13.5%、中小型商业银行为11.5%、县域农村金融机构为8%。其中，大型商业银行包括工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行和邮政储蓄银行6家；中小型商业银行主要包括股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、民营银行和外资银行；县域农村金融机构主要包括农村信用社、农村合作银行和村镇银行。此前，农村商业银行一部分（非县域的农商行）执行与股份制银行相同的第二档，另一部分则执行略低于第二档的存款准备金率。

图1 人民币存款准备金率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

同时，央行还实施了针对准备金率的“两优”政策。一是大型银行和中型银行达到普惠金融定向降准政策考核标准的，可享受0.5个或1.5个百分点的存款准备金率优惠；二是服务县域的银行达到新增存款一定比例用于当地贷款考核标准的，可享受1个百分点存款准备金率优惠。

因此，实际执行的准备金率会更低一些。目前大型商业银行均至少达到普惠金融定向降准第一档标准，实际执行存款准备金率为12%和13%；中小型商业银行实际执行存款准备金率为10%、11%和11.5%；县域农村金融机构实际执行存款准备金率为7%和8%。此外，其他类型的金融机构中，政策性银行执行7.5%的存款准备金率，财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司执行6%的存款准备金率。

2. 完善准备金率“三档两优”基本框架

完善存款准备金率政策的框架。3月10日两会记者会上，央行行长易纲提到完善比较清晰的三档存款准备金率政策框架的方向，即：大型银行为一档，中型银行为第二档，小型银行特别是县域的农村信用社、农商行为最低的一档。

央行表示，此次降准将服务县域的农商行归入到最低一档（农村信用社）适用的准备金率中，简并了存款准备金率档次。由此我国存款准备金制度将形成更加清晰、简明的“三档两优”基本框架。

表 1 金融机构存款准备金率分档情况

基准档次	适用机构	政策基准利率	实际执行利率
大型商业银行	工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行和邮政储蓄银行	13.5%	12%、13%
中小型商业银行	股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、民营银行和外资银行	11.5%	10%、11%、11.5%
县域农村金融机构	服务县域的农商行(此次新增)、农村信用社、农村合作银行和村镇银行	8%	7%、8%
其他类型	政策性银行	7.5%	
	财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司	6%	

资料来源：中国人民银行，海通证券研究所整理

3. 定向支持民营和小微企业

落实国务院要求，支持民企和小微融资。4月17日国常会议明确了2019年降低小微企业融资成本的具体目标和措施，要求“抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架”。服务县域的农商行具有普惠性质，在民营和小微企业信贷中发挥着重要作用，针对其降低准备金率，反映**货币政策避免大水漫灌、更重结构调整的思路。**

央行测算，将约有1000家县域农商行可享受该优惠政策，释放长期资金约2800亿元，将全部用于发放民营和小微企业贷款。央行表示，为稳妥有序释放资金，确保用于扩大普惠信贷投放，此次存款准备金率调整将于5月15日、6月17日和7月15日分三次实施到位。

表 2 4月17日国常会部署降低小微企业融资成本的措施

目标	具体措施
一、坚持不搞“大水漫灌”，实施好稳健的货币政策，灵活运用货币政策工具。	扩大再贷款、再贴现等工具规模，抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架，针对融资难融资贵主要集中在民营和小微企业的问题，要将释放的增量资金用于民营和小微企业贷款。 推广债券融资支持工具，确保今年民营企业发债融资规模、金融机构发行小微企业专项金融债券规模均超过2018年水平。
二、推动银行健全“敢贷、愿贷、能贷”的考核激励机制，支持单独制定普惠型小微企业信贷计划。	工农中建交5家国有大型商业银行要带头，确保今年小微企业贷款余额增长30%以上、小微企业信贷综合融资成本在去年基础上再降低1个百分点。引导其他金融机构实质性降低小微企业融资成本。
三、通过政府性融资担保降低企业融资费用。	中央财政继续安排资金，实施小微企业融资担保降费奖补政策。国家融资担保基金年度支持小微企业2000亿元担保贷款、户数10万户以上。各地要尽早实现单户担保金额500万元以下小微企业担保费率不超过1%、500万元以上不超过1.5%的目标。
四、引导银行提高信用贷款比重，降低对抵押担保的过度依赖。	清理规范企业抵押登记、资产评估、过桥等附加费用，有关部门要对企业融资中的不合理和违规收费联合开展专项检查，减轻企业负担。

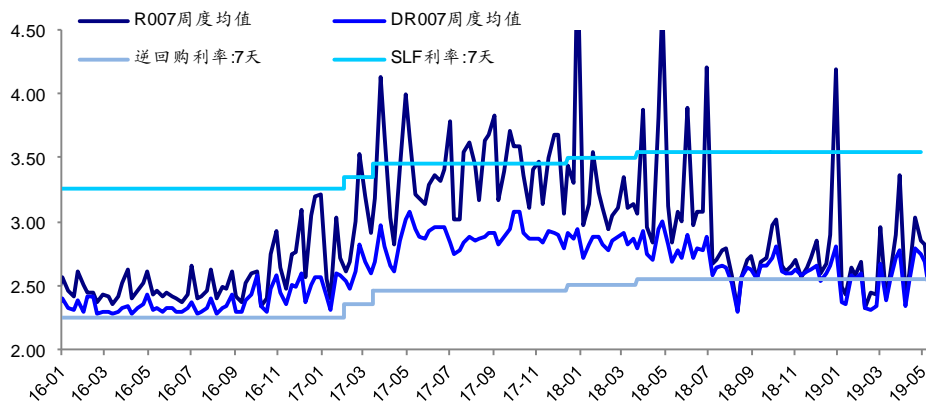
资料来源：中国政府网，海通证券研究所整理

4. 货币维持相对宽松

从货币利率来看流动性，货币政策最宽松的时候已经过去。2月货币利率DR007一度降至2.3%以下，资金极其充裕，而央行表示今年降准空间较去年变小，随后较长时间暂停公开市场操作，引导货币市场利率回升到政策利率之上。

但这并不意味着央行政策的转向，货币仍维持相对宽松的状态。随着信贷、PMI等指标的企稳，央行短期全面降准的必要性下降，其实是避免大水漫灌，但绝非货币政策转向收紧，而到4月底，货币利率也已重新回落。与此同时，央行采取措施进一步支持民营和小微企业融资，更注重运用结构性政策工具。

图2 货币市场利率和政策利率 (%)

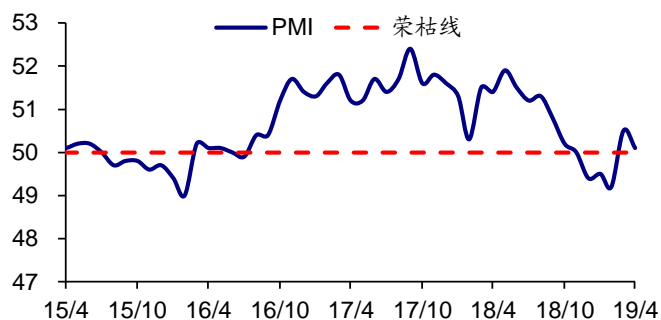


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 债市反弹行情

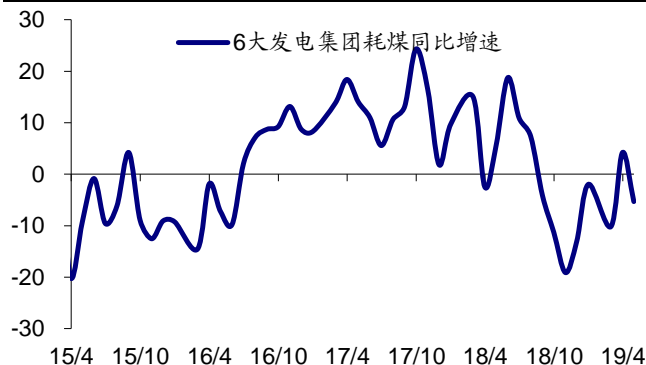
4月部分经济数据有所回落。4月制造业PMI从3月的50.5%回落至50.1%，指向制造业经济有所回落；4月六大集团发电耗煤同比增速转负至-5.3%，较3月明显回落，意味着生产边际转弱；而通胀升幅也较3月放缓，基本面对债市仍有支撑。

图3 全国制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

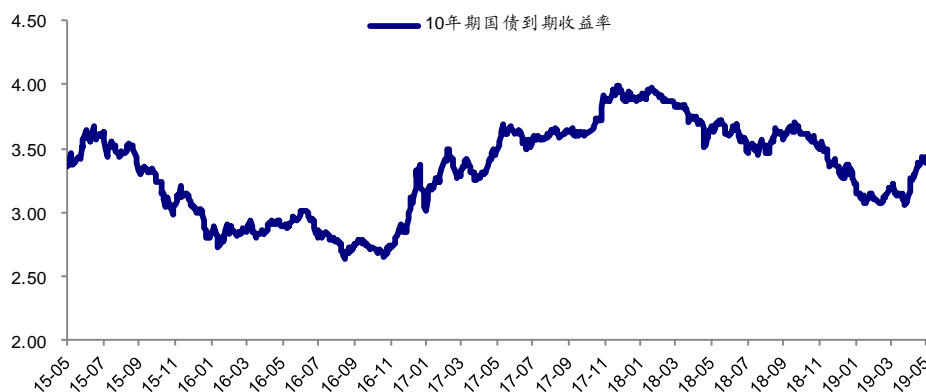
图4 六大发电集团发电耗煤月度同比增速 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

定向降准意味着货币政策维持相对宽松，目前2.6%左右的DR007对应10年期国债利率合理水平约在3.1%左右，当前国债利率具备较好的交易价值，5月债市或有望迎来反弹行情。

图5 10年期国债到期收益率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
周霞 固定收益研究团队
李金柳 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。