

创新直达实体工具 政策重心转向宽信用

——6月1日央行创新货币政策工具点评

6月1日，央行联合银保监会、财政部、发改委、工信部印发了《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》和《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》，创设了两项直达中小微企业的新货币政策工具：普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划。东方金诚解读如下：

一、新工具突出“直达性”，弱化了商业银行在信用扩张中的自主性，有望带动小微企业信用贷款规模快速增长

作为货币政策传导机制中的重要环节，商业银行连接了央行和企业，这也使得银行惜贷成为梗阻宽货币向宽信用传导的重要原因。全面降准、降息等总量型的货币政策工具可能会导致资金在金融机构之间空转，引发套利，或者涌向地产等领域，推升局部金融风险。对于定向降准、再贷款再贴现等传统的结构性货币政策工具而言，尽管其具备定向性、针对性特征，但商业银行在信贷投放中仍然具有很强自主性。因此，银行较低的风险偏好、对抵押物和担保的高要求，一定程度上制约了这些政策工具效果的发挥。

在这种情况下，央行此次创设的两项新工具，一方面给予银行支持中小微企业信用贷款更大的激励；另一方面，央行直接向商业银行购买小微企业的信用贷款，通过自身扩表来主动推进宽信用，能够弱化商业银行在信用扩张中的自主性。具体来看：

1. 《延期还本付息通知》要求，对于2020年年底到期的普惠小微贷款本金、应付利息，根据企业申请，给予一定期限的延期还本付息安排，最长可延至2021年3月31日，并免收罚息。同时，央行创设普惠小微企业贷款延期支持工具，提供400亿元再贷款资金，通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订利率互换协议，向银行提供激励。实际上就是对银行实施延期进行补贴，补贴幅度相当于延期贷款本金的1.0%，以缓解小微企业再融资压力，保证存量贷款稳定，避免抽贷、断贷、停贷导致的企业资金链断裂。

我们注意到，3月1日，监管部门对符合条件、流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予了临时性延期还本付息安排。此次延期还本付息政策是对前期安排的延伸和扩展。值得一提的是，本次延期还本付息政策将此前并未覆盖的“大型国际产业链企业（外贸企业）”纳入其中，规定“由企业银行业金融机构自主协商延期还本付息”。主要体现了当前海外疫情仍处高发期，加之中美矛盾升级，外需下行压力较大，未来一段时间出口导向型行业面

临订单下滑、收入和利润萎缩的困境，需要相应加大金融支持力度。

2. 《信用贷款支持通知》明确，自 2020 年 6 月 1 日起，央行通过创新货币政策工具使用 4000 亿元再贷款专用额度，购买符合条件的地方法人银行 2020 年 3 月 1 日至 12 月 31 日期间新发放普惠小微信用贷款的 40%，以促进银行加大小微企业信用贷款投放。对于央行购买贷款的资金，银行应于购买之日起满一年时按原金额返还。

按照 40% 的比例计算，此次公布的 4000 亿元再贷款专用额度可撬动 1 万亿元新发放小微信用贷款规模。2019 年全年主要金融机构新发放小微贷款 3.6 万亿。央行指出“目前中小银行发放信用贷款的占比只有 8% 左右。”据此估算，2019 年新发放小微信用贷款规模不足 3000 亿元。这也意味着，在新工具支持下，今年小微信用贷款将实现快速增长。

与传统的再贷款工具相比，新工具相当于为银行提供了期限为 1 年的零成本融资，从资金成本看，对银行的激励作用更加明显；但新工具并没有解决商业银行风险自担的问题，央行购买后，相应贷款并不能出表，信用风险以及可能的坏账损失依然由银行自行承担。这就意味着，经济下行压力下，银行较低的风险偏好和对信用风险的担忧可能会制约新工具作用的发挥。

二、新工具无法替代降准、降息，但在一定程度上降低了 6 月降准、降息的概率，同时释放出货币政策重心从宽货币转向宽信用的信号，对债市影响偏利空

疫情冲击下，提高政策直达性，精准支持小微企业，有助于保市场主体，从而助力保就业、保民生。新工具的推出起到了向银行体系释放流动性和降成本的作用。其中，在当前中小银行存款准备金率已经处在历史低位的情况下，此次创设的信用贷款支持计划可以理解为是变相对中小银行实施定向降准。同时，也释放出了货币政策重心将更多从宽货币转向直达实体经济的宽信用的信号。因此，政策出台后，市场对央行实施降准、降息的预期降温，加剧债市空头情绪，引发债市大跌。

那么新的政策工具能不能代替降准、降息呢？我们认为，新工具创设的目的是激励中小银行加大对小微企业信贷支持，主要还是起到“救急”作用。但在企业普遍复工后，当前最大的问题是订单不足，因此下一步仍需要总量型货币政策出手，提振消费、投资等总需求，才能从根本上缓解包括中小微企业在内的实体经济的经营压力。6 月 2 日，央行副行长潘功胜在媒体新闻吹风会也表示，“两项新的政策工具和现有的货币政策工具、降息降准政策工具并不矛盾”。

我们判断，在逆周期调节和降成本的政策导向下，货币政策仍需以偏宽松的取向以提振

总需求，同时为财政发力保驾护航，债市全面转熊的基础仍不具备。从高频数据来看，5月CPI同比下破3.0%的可能性很大，这意味着货币政策逆周期调节空间扩大，因此，不排除6月MLF招标利率恢复下行的可能，下调幅度或在10个基点左右。作为政策利率体系的一部分，6月央行7天期逆回购利率也有可能联动调整。考虑到新工具起到对中小银行定向降准的作用，6月降准的概率有所下降，但即便不降准，央行也会通过积极的公开市场操作来稳定半年资金面，维护流动性合理充裕。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。