

浅析“定向降准”对市场的影响

姚泽力 ☎: (86) 18600575728

✉: yaozeli@chinastock.com.cn

引言

近日，总理召开国务院常务会议，分析研究一季度经济形势，部署落实 2014 年深化经济体制改革重点任务，确定金融服务“三农”发展的措施，决定延续并完善支持和促进创业就业的税收政策。由于在会议中提出“对符合要求的县域农村商业银行和合作银行适当降低存款准备金率”，那么“定向降准”究竟会带来什么样的影响？

一、如何准确理解“降准”的意义

此次定向降准真正实现的资金投放量（将准 1 个百分点对应 600-700 亿）甚至不如一次正回购到期，但是我们认为此次定向降准对农村金融机构下调存准率的信号意义：2011 年 11 月 24 日，央行恢复对浙江 6 家农村合作银行恢复执行 16% 的存款准备金率（之前为惩罚性的 16.5%），尽管对象微小到可忽略，但仍然释放出货币转向的信号，2011 年 11 月 30 日，央行决定下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，标志着长达 2 年的升准周期结束。

从上述分析我们认为：当前形势与 2011 年底的情况具有高度的相似性：第一，货币政策经历了较长周期的紧缩，无论是 2011 年下半年对影子银行和票据的清理，还是 2013 年下半年对非标同业的压制，均已经达成了阶段性的目标；第二，宏观经济处于下行换挡期，2011 年实际完成了从 10% 到 8% 的增速切换，2014 年可能需要完成从 8% 到 7% 的增速切换；第三，房地产市场呈现失速，2011 年末商品房销售面积增速从 10% 快速回落至 -10%，2014 年初商品房销售面积增速从 20% 快速回落至 0%；第四，外汇占款增量趋势性回落，2011 年末自月均 3000 亿转为流出，2014 年初由月均 3000 亿回落至月均 1000 亿。

二、“定向降准”面向的金融机构

农村金融机构包括：农村商业银行、农村信用社、农村合作银行，以及新型农村金融机构（村镇银行、贷款公司、资金互助社等）。这些农村金融机构合计资产规模约为 20 万亿（2014 年 2 月末，银监会数据），我们估算其中较大者为农村信用社（8 万亿，2013 年末，央行数据）以及农村商业银行（6.3 万亿，2012 年末，银监会数据），农村合作银行规模相对较小（1.3 万亿，2012 年末，银监会数据）。

根据常务会议的信息，此次“定向降准”的目标主要包括农商行和农合行，并不包括规模较大的农信社。以此推算，即使全部农商行和农合行均达到定向降准的前提条件（涉农资金投放比例高、增速快），对应资产规模约 10 万亿（按 2013 年资产增速 30%、2014 年第一季度资产增速 5% 计算），对应资产规模约 6-7 万亿，降准 1 个百分点等同于释放流动性 600-700 亿。

三、“定向降准”将会产生的影响

1、“去杠杆”让位“降成本”，长端利率有望下行

我们认为在 2013 年末已经出现了紧平衡利率中枢下移的可能，2014 年以来短端利率持续下行也在一定程度上验证了我们的判断。当前，7 天回购利率均值在 3.5% 附近，但市场对长期资金趋势仍然偏谨慎，10 年期国债收益率接近去年末的历史高点。我们认为，利率曲线陡峭化的趋势一方面表明市场实际资金存量已经明显改善，另一方面也暗示资金长期预期受到利率市场化等长周期要素压制。

较为陡峭的利率曲线不利于稳增长政策的推出（即使是定向资金支持，也会导致融资成本偏高），亦无助于防风险政策的贯彻（事实已经证明高利率不可能挤出庞氏融资，预算软约束主体融资冲动对利率不敏感）。在此基础上，央行前期“去杠杆”取向可能逐渐让位于“降成本”目标，货币政策态度进一步转向，通过定向降准、公开市场投放、调低正逆回购利率乃至暗示放缓利率市场化节奏等手段引导资金长期预期改善。当然，为了避免增量资金再度流入软约束和高杠杆率主体，需要强有力的监管措施加以配合，因此可能会见到银监 99 号文先行、同业监管跟随的情况。如果两类政策均证明有效，长端无风险收益率可能出现持续下降。

2、定向宽松加强金融对三农支持。对符合要求的县域农村商业银行和合作银行适当降低存款准备金率。需要注意“符合要求”的限定词。农村金融机构包括农商行、农村合作银行和农信社等，但实际上可能只是针对其中一部分。我们认为实际规模和效果可能不大，但信号意

义可能较强，将使得市场的预期和期待等进一步的政策宽松。

3、中国经济受到宏观债务水平持续上升的风险约束，软预算约束主体及其机制尚未完全改革，利率市场化进程利率上升过快和经济增长失速将危及财政的稳定，使得经济形式面临较大的系统系金融风险。因此，如何平衡利率水平和稳增长的关系，需要运用非常规的定向政策。

4、常务会议对当前经济形势判断为“开局平稳”“经济运行继续保持在合理区间”，指出“当前经济增长下行压力依然存在，一些困难不容低估”，再次明确要求把《政府工作报告》确定的各项任务落到实处。此前4月2日常务会议上提出的“在促改革、调结构、惠民生协同并进中稳增长”，本次会议变成了“稳增长、促改革、调结构、惠民生”，更突显稳增长。”

自3月两会结束以来，我们历次点评都在强调《政府工作报告》很重要，政策拐点将以工作报告确定的重点工作任务为抓手。3月26日五省市经济座谈会明确当前要按照《政府工作报告》确定的任务有针对性地陆续出台相应有力措施。4月2日国务院常务会议再次重申要按照今年《政府工作报告》确定的任务，进一步创新宏观调控的方式方法，持续推出激发企业活力、有效扩大内需、促进就业创业等既利当前、更惠长远的政策举措，创新财税金融等支持方式。4月16日的这次常务会议明确要求必须保持定力、奋发有为，敢于担当、真抓实干，把《政府工作报告》确定的各项任务落到实处。

我们认为，政府工作报告是李总理一再强调“做不到的不写”确立的本届政府首份施政纲，国务院将围绕着《政府工作报告》列举的工作任务，加快工作事项的进度，在不进行大的政策刺激的前提下，通过各种符合调结构导向的投资项目和促进消费举措，提升信心和改善预期，完成稳增长目标。市场投资者需要按图索骥，从国家中长期产业政策导向和政府工作报告中短期工作任务去寻找投资机会。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：(86) 18600575728

传真：010-83571314

中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>