

# 关注结构性货币政策与结构性宽信用

证券研究报告

2021年09月08日

## 2021年9月央行吹风会点评

作者

**孙彬彬** 分析师  
 SAC 执业证书编号: S1110516090003  
 sunbinbin@tfzq.com

**许锐翔** 分析师  
 SAC 执业证书编号: S1110521080002  
 xuruixiang@tfzq.com

**廖翊杰** 联系人  
 liaoyijie@tfzq.com

### 近期报告

- 1 《固定收益：2021年以来首次发债城投平台有何新特征？-城投专题》  
2021-09-07
- 2 《固定收益：产业债利差中高等级下行，低等级上行-产业债行业利差动态跟踪（2021-09-03）》  
2021-09-06
- 3 《固定收益：本周资产证券化市场回顾 - 资产证券化市场周报（2021-09-05）》  
2021-09-05

7月降准以来，政策关注经济发展中的困难和实际问题，对应政策部署的重心是在跨周期调节中做好今年与明年宏观政策的衔接，这个衔接的一个重要着力点是结构性信用政策。

为什么是结构性信用政策？

因为跨周期的前提是新旧动能转换，而中长期的任务是共同富裕。这就要求在总体政策安排中，不可能再去走老路，本轮调整准确说设计体现了政策端超强的决心和意志力。**地产为代表的旧动能继续规范和约束，而专精特新新动能必须积极引导。**

目前央行支小再贷款余额 8882 亿，此次明确新增 3000 亿元支小再贷款额度，而且在今年剩余的 4 个月，也就是 9 月-12 月之内发放，年内信用的直接撬动作用明显。与此同时，昨日，银保监会答记者问明确：经营贷违规流入房地产专项排查已基本完成。这就意味着，导致上年以来中小企业普惠贷款投放力度下降的两个关键影响因素均已解除。市场需要合理预期后续小微企业普惠贷款、乡村振兴等政策带来的信用增量。

我们是否可以仅凭这几千亿的信用支持就简单判断宽信用？答案自然是肯定的，但不建议市场进行简单的否定性交易。目前观察老路肯定是不再回头，金融系统正在进行结构性再造以支持结构性宽信用，这个过程中，不太可能看到总量信用的快速增长，最多也就是结构性的改善，因为这是一场持久战，需要时间来验证。

简言之，市场既不要简单下结论，也不能轻易否定。要更细微的观察具体政策运用和节奏：

解决当前经济动能的持续性问题，需要支持中小企业，一方面是宽信用，另一方面是降成本，如何宽，如何降？首先不仅仅是央行的任务，还需要发挥各部门包括地方政府的合力，这就是此前央行一直说的几家抬的问题，这是货币配合的前提，也就是说压力并不全放在货币政策上。

**具体安排上总量仍然是保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。市场要重视的是结构性货币政策的设计。**

我们观察此次普惠小微企业再贷款支持政策，人民银行提供商业银行的再贷款利率是 2.25%，商业银行发放贷款的平均利率在 5.5% 左右。去年实施支小再贷款直达实体支持工具以来，再贷款利率就是 2.25%，到目前没有变化。此外，从安排新发放的小微企业贷款平均利率观察，高于 7 月新发放普惠小微企业贷款利率 4.93%。可能一个是普惠，一个是非普惠，但是政策信号在价格工具引导上似乎没有更加积极的表示。

从总体表述语境观察，未来政策工具运用可能还是量宽价平，即数量工具保持合理充裕，价格工具依然谨慎，超储率不高，资金利率不低。总量上货币易松难紧，所以利率风险可控。但是考虑共同富裕和宏观稳杠杆，央行继续把好货币总闸门，市场也需要明确政策虽然宽松，但仍有边界。

所以在利率上，我们继续维持后续十年国债 2.75-3.15% 的判断。

**风险提示：**疫情扩散超预期，财政政策超预期，货币政策超预期，监管政策不确定性。

## 内容目录

1. 不可忽视的结构性宽信用：中小企业与共同富裕.....	3
2. 结构性宽信用与结构性再造 .....	5
3. 结构性宽信用中货币会如何配合? .....	6
4. 小结 .....	8

## 图表目录

图 1：普惠小微贷款投放情况 .....	4
图 2：再贷款、再贴现余额情况.....	5
图 3：十年国债与 PSL 利率.....	7

国务院新闻办公室于 2021 年 9 月 7 日（星期二）下午 3 时举行国务院政策例行吹风会，中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜，工业和信息化部总工程师、新闻发言人田玉龙介绍支持中小微企业发展工作情况，并答记者问。有哪些信息值得关注？

## 1. 不可忽视的结构性宽信用：中小企业与共同富裕

8 月 23 日，央行召开信贷形势分析座谈会<sup>1</sup>，明确：要继续做好跨周期设计，**衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度**。增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。要坚持推进信贷结构调整，加大对重点领域和薄弱环节的支持，**使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向中小微企业、个体工商户、新型农业经营主体**。要促进实际贷款利率下行，小微企业综合融资成本稳中有降。要继续推进银行资本补充工作，提高银行信贷投放能力。

同日，央行和人民银行、农业农村部、财政部、银保监会、证监会、乡村振兴局联合召开“金融支持巩固拓展脱贫攻坚成果 全面推进乡村振兴电视电话会议”<sup>2</sup>（6 月 29 日人民银行、银保监会、证监会、财政部、农业农村部、乡村振兴局联合发布《关于金融支持巩固拓展脱贫攻坚成果 全面推进乡村振兴的意见》）<sup>3</sup>

《意见》对原金融精准扶贫产品和金融支农产品、民生领域贷款产品等进行整合优化，**以小额信用贷款、产业带动贷款、新型农业经营主体贷款、民生领域贷款、农村资产抵押质押贷款、农业农村基础设施建设贷款、保险产品等十类金融产品为重点**，充分发挥信贷、债券、股权、期货、保险等金融子市场合力，增强政策的针对性和可操作性。对银行业金融机构提升服务能力提出了明确要求，督促银行业金融机构健全农村金融组织体系、改进内部资源配置和政策安排、强化金融科技赋能。

8 月 24 日，人民银行党委传达学习中央财经委员会第十次会议精神：<sup>4</sup>

**把促进共同富裕作为金融工作的出发点和着力点**。坚持不搞“大水漫灌”，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导贷款合理增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。要不断提升金融服务实体经济能力，继续扎实做好金融支持中小微企业工作，**引导金融机构加大对小微企业、“三农”、制造业、绿色发展等重点领域和薄弱环节的支持力度**。要提高金融支持区域发展的平衡性和支持行业发展的协调性，促进各类资本规范健康发展，坚决防止资本无序扩张。要持续做好金融服务乡村振兴和金融帮扶工作，加强农村金融基础设施和金融服务体系建设，促进农民农村共同富裕。

9 月 7 日，国务院政策例行吹风会“支持中小微企业发展工作情况”<sup>5</sup>，进一步强调了中小企业的重要作用和战略意义，要求支持中小企业发展，助力中小企业和困难行业持续恢复，发展专精特新中小企业；做好跨周期调节，加大对市场主体特别是中小企业纾困帮扶力度。

归纳以上信息可以合理预期，7 月降准以来，政策关注经济发展中的困难和实际问题，对应政策部署的重心是在跨周期调节中做好今年与明年宏观政策的衔接，这个衔接的一个重要着力点是结构性信用政策。

### 为什么是结构性信用政策？

因为跨周期的前提是新旧动能转换，而中长期的任务是共同富裕。这就要求在总体政策安排中，目前眼前的困难不可能再去走老路，本轮调整准确说设计体现了政策端超强的决心和意志力。**地产为代表的旧动能继续规范和约束，而专精特新的新动能必须积极引导。**

<sup>1</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4323641/index.html>

<sup>2</sup> [http://www.gov.cn/xinwen/2021-08/27/content\\_5633648.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2021-08/27/content_5633648.htm)

<sup>3</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4280355/index.html>

<sup>4</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4324106/index.html>

<sup>5</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4335299/index.html>

所以我们能够很清晰的看到，今年底明年初政策在对冲问题和困难中嵌入了中长期的思考，目前的着力重心是中小企业。

具体部署如下：

第一，新增 3000 亿元支小再贷款额度，在今年剩余的 4 个月，也就是 9 月-12 月之内发放。

第二，加大普惠小微信用贷款支持政策的实施力度。按照去年国务院批准的普惠小微信用贷款支持政策工具，继续用好再贷款资金，引导银行更多地发放普惠小微信用贷款。

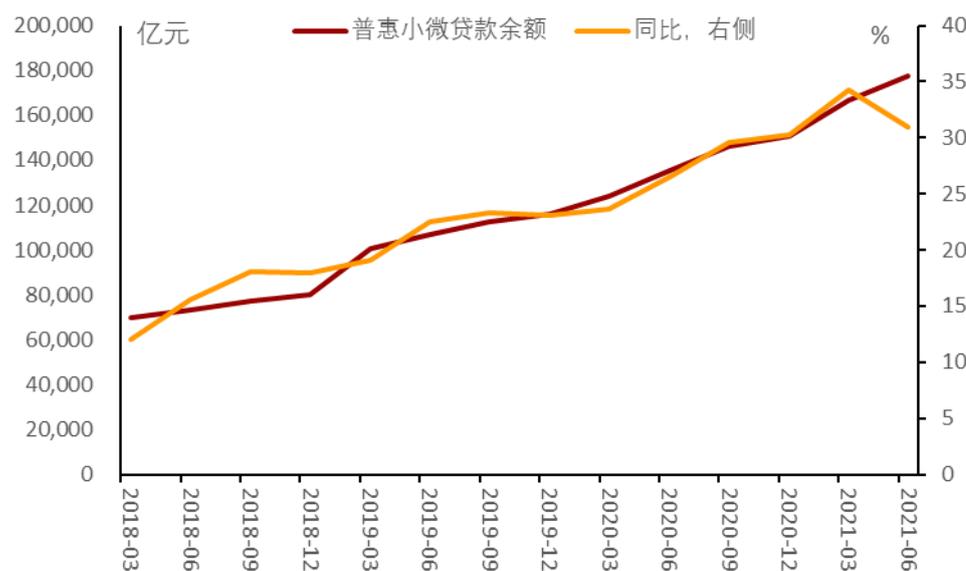
第三，金融机构和政府之间合作，发挥好地方政府融资担保机构作用。

第四，创新供应链金融服务模式，解决中小微企业应收账款被占用导致的资金周转困难。在推动落实及时支付条例的基础上，推动大型企业使用商业汇票替代其他形式的账款，引导金融机构开展票据贴现和标准化票据融资，人民银行提供再贴现支持，缓解了中小微企业占款压力。

第五，强化中小微企业金融服务能力建设。

到 2021 年 7 月末，普惠小微贷款余额 17.8 万亿元，同比增长 29.3%。这一增速实际低于去年年底，今年上半年因为多种原因，比如前期优惠政策陆续到期或者不再增加以及排查经营贷违规流入房地产等，普惠小微贷款增速显著下滑。

图 1：普惠小微贷款投放情况



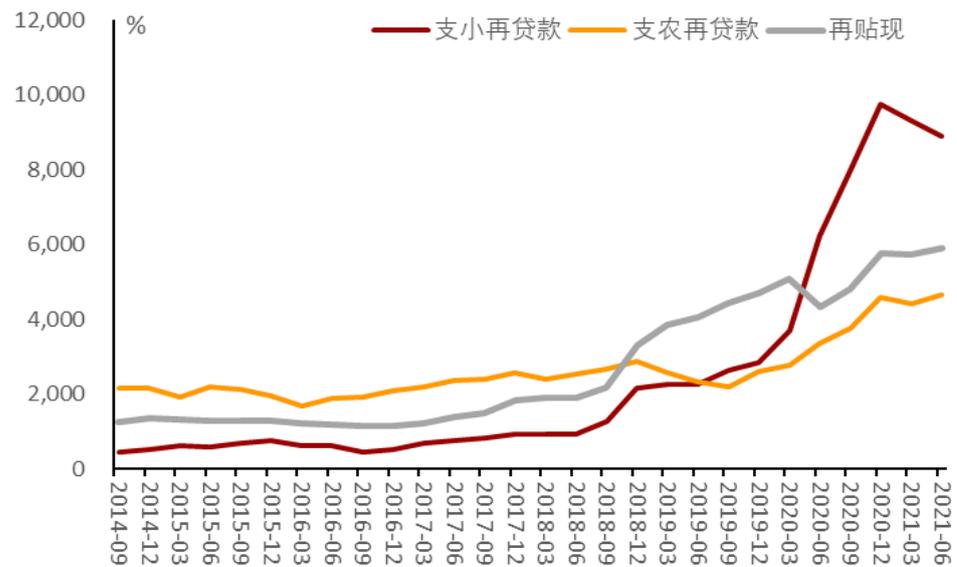
资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

目前央行支小再贷款余额 8882 亿，此次明确新增 3000 亿元支小再贷款额度，而且在今年剩余的 4 个月，也就是 9 月-12 月之内发放，力度较大，直接撬动作用明显。于此同时，昨日，银保监会答记者问明确：经营贷违规流入房地产专项排查已基本完成<sup>6</sup>。

这就意味着，导致上年以来中小企业普惠贷款投放力度下降的两个关键影响因素均已解除。叠加支农和再贴现的政策支持，市场需要合理预期后续小微企业普惠贷款、乡村振兴等政策带来的信用增量。

<sup>6</sup> <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=1005881&itemId=915>

图 2：再贷款、再贴现余额情况



资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

## 2. 结构性宽信用与结构性再造

这里需要进一步强调，在实体新旧动能转换的过程中，金融也在进行供给侧结构性改革和旧动能的转换。

央行对应提出中小微企业金融服务能力提升工程：

从金融供给侧改革的角度，怎么样提升金融机构服务于中小微企业的金融服务能力，这是一个核心环节，这里包括商业银行内部资源配置、绩效考核、风险评估、尽职免责以及对金融科技的使用等。比如，商业银行的普惠金融考核，商业银行总行对分行、分行对支行，都有一套考核体系，这套考核体系里要求他们必须对普惠金融占有一定比重。在内部资金转移定价，要对普惠小微贷款资金的使用实行优惠价格。

**金融供给侧改革的核心就是对应实体新旧动能转换，对金融系统实施改革再造，目的是形成金融与实体的良性循环，增强金融服务实体的能力。这涉及到方方面面，是一项工程，是一场持久战。**

我们可以从中看到政策久久为功的决心。对于银行为主导的金融行业，未来的绩效考核、风险评估等方面都会有重大的变化，以适应新旧动能的改造需求。

目前看老路肯定是不会再回头，金融系统正在进行结构性再造以支持结构性宽信用。

### 3. 结构性宽信用中货币会如何配合？

在吹风会上，央行首先明确支持中小企业需要合力。

继续发挥好财政、工信、税收等部门以及地方政府的合力，进一步提振市场需求，稳定大宗商品价格，降低中小微企业经营成本。同时，推动强化贷款风险分担补偿、信用信息共享机制建设，提升小微企业金融服务效率。

所以，解决当前经济动能的持续性问题，需要支持中小企业，一方面是宽信用，另一方面是降成本，如何宽，如何降？不仅仅是央行的任务，还需要发挥各部门包括地方政府的合力，这就是此前央行一直说的几家抬的问题。

这是货币配合的前提，也就是压力并不放在货币政策上。

其次，我们观察此次普惠小微企业再贷款支持政策，人民银行提供商业银行的再贷款利率是 2.25%，商业银行发放贷款的平均利率在 5.5%左右。这个信息意味着什么？

去年实施支小再贷款直达实体支持工具以来，再贷款利率就是 2.25%，这个再贷款利率到目前就没有变化，目前看政策意图似乎并不认为当前政策利率偏高。

此外，从安排新发放的小微企业贷款平均利率观察，高于 7 月的平均利率。因为 7 月新发放普惠小微企业贷款利率 4.93%。可能一个是普惠，一个是非普惠，但是政策信号在价格工具引导上似乎没有更加积极的表示。

第三，政策运用需要配合，在推进金融服务能力提升的过程中，基础货币如何支持？

从昨日孙司长的答记者问观察，传导了几个方面的信号：一、基础货币不存在缺口问题，流动性继续合理充裕。二、对于财政收支、政府债券发行缴款等因素对流动性产生的阶段性扰动，人民银行有充足的工具予以平滑，完全可以保持流动性合理充裕。三、通过言行一致的操作和预期管理稳定了市场预期，有效降低了金融机构的预防性流动性需求，使得维护货币市场平稳运行所需要的流动性的总量持续下降，建议不要过多关注银行体系流动性和超储率来判断松紧程度。四、突出强调 DR007 与 OMO 利率，来观察流动性是否平衡。

孙司长着重强调了资金成本问题：

一是降准，7 月份降准释放了 1 万亿元长期资金，有效增加了金融机构支持实体经济的长期资金来源，引导金融机构积极运用降准资金，加大对小微企业的支持力度。同时，降准降低了金融机构资金成本约 130 亿元，通过金融机构传导促进小微企业融资成本稳中有降，7 月份降准效果逐步显现，小微企业贷款“量增”、“价降”。

二是存款利率监管，今年以来，人民银行坚持稳健的货币政策，保持了流动性合理充裕和货币信贷合理增长，同时持续深化贷款市场报价利率改革，优化存款利率监管，将存款利率自律上限改为在存款基准利率上加点确定，显著改善了存款市场的竞争秩序。今年 7 月，金融机构活期存款和定期存款利率分别为 0.32%和 2.26%，分别较自律上限调整前的 5 月份持平和下降 0.22 个百分点。其中，三年期和五年期存款利率降幅更大，分别为 0.41 个百分点和 0.42 个百分点。这些改革措施效果持续显现，促进了贷款实际利率稳中有降。今年前 7 个月，贷款加权平均利率为 5.07%，较上年同期下降 0.08 个百分点。其中，企业贷款加权平均利率为 4.63%，较上年同期下降 0.14 个百分点。小微企业贷款利率降幅更大。总的来看，随着各项措施效果逐步显现，小微企业融资成本稳中有降，有效支持了小微企业的经营发展。

显然，从总体表述语境观察，未来政策工具运用可能还是量宽价平，即数量工具保持合理充裕，价格工具依然谨慎。

图 3：十年国债与 PSL 利率



资料来源：中国人民银行、天风证券研究所

市场关注人民银行将设立碳减排支持工具，引导金融精准加大对中小微企业、绿色发展、科技创新等重点领域和薄弱环节的支持力度，特别是是否会涉及到结构性降息问题。

从历史观察，可能的参考就是支持棚改金融的工具 PSL<sup>7</sup>。

支持国家开发银行加大对“棚户区改造”重点项目的信贷支持力度，2014 年 4 月，中国人民银行创设抵押补充贷款（Pledged Supplemental Lending, PSL）为开发性金融支持棚改提供长期稳定、成本适当的资金来源。抵押补充贷款的主要功能是支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供的期限较长的大额融资。抵押补充贷款采取质押方式发放，合格抵押品包括高等级债券资产和优质信贷资产。

从当时 PSL 投放利率与国债利率表现观察，总体上确实保持同步下行关系，但是我们目前能看到的 PSL 最后的利率是 2.75，这个利率高于目前支小再贷款利率，后续建议市场关注具体的价格制定位置，如果低于再贷款利率 2.25%，则可以视作积极信号，否则还是要谨慎评估。

<sup>7</sup> <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/2161446/2161453/2812560/index.html>

## 4. 小结

7月降准以来，政策关注经济发展中的困难和实际问题，对应政策部署的重心是在跨周期调节中做好今年与明年宏观政策的衔接，这个衔接的一个重要着力点是结构性信用政策。

为什么是结构性信用政策？

因为跨周期的前提是新旧动能转换，而中长期的任务是共同富裕。这就要求在总体政策安排中，不可能再去走老路，本轮调整准确说设计体现了政策端超强的决心和意志力。**地产为代表的旧动能继续规范和约束，而专精特新新动能必须积极引导。**

目前央行支小再贷款余额 8882 亿，此次明确新增 3000 亿元支小再贷款额度，而且在今年剩余的 4 个月，也就是 9 月-12 月之内发放，年内信用的直接撬动作用明显。与此同时，昨日，银保监会答记者问明确：经营贷违规流入房地产专项排查已基本完成。这就意味着，导致上年以来中小企业普惠贷款投放力度下降的两个关键影响因素均已解除。市场需要合理预期后续小微企业普惠贷款、乡村振兴等政策带来的信用增量。

我们是否可以仅凭这几千亿的信用支持就简单判断宽信用？答案自然是否定的，但不建议市场进行简单的否定性交易。目前观察老路肯定是不会再回头，金融系统正在进行结构性再造以支持结构性宽信用，这个过程中，不太可能看到总量信用的快速增长，最多也就是结构性的改善，因为这是一场持久战，需要时间来验证。

简言之，市场既不要简单下结论，也不能轻易否定。要更细微的观察具体政策运用和节奏：

解决当前经济动能的持续性问题，需要支持中小企业，一方面是宽信用，另一方面是降成本，如何宽，如何降？首先不仅仅是央行的任务，还需要发挥各部门包括地方政府的合力，这就是此前央行一直说的几家抬的问题，这是货币配合的前提，也就是说压力并不全放在货币政策上。

**具体安排上总量仍然是保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。市场要重视的是结构性货币政策的设计。**

我们观察此次普惠小微企业再贷款支持政策，人民银行提供商业银行的再贷款利率是 2.25%，商业银行发放贷款的平均利率在 5.5% 左右。去年实施支小再贷款直达实体支持工具以来，再贷款利率就是 2.25%，到目前没有变化。此外，从安排新发放的小微企业贷款平均利率观察，高于 7 月新发放普惠小微企业贷款利率 4.93%。可能一个是普惠，一个是非普惠，但是政策信号在价格工具引导上似乎没有更加积极的表示。

从总体表述语境观察，未来政策工具运用可能还是量宽价平，即数量工具保持合理充裕，价格工具依然谨慎，超储率不高，资金利率不低。**总量上货币易松难紧，所以利率风险可控。但是考虑共同富裕和宏观稳杠杆，央行继续把好货币总闸门，市场也需要明确政策虽然宽松，但仍有边界。**

所以在利率上，我们继续维持后续十年国债 2.75-3.15% 的判断。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com