



持续优化宏观政策 支持实体经济 复苏

作者：张威 蔡翔宇 黎轲

电话：010-58352867

邮箱：zhangwei@xinhua.org

编辑：杜少军

审核：范珊珊

官方网站：cnfic.com.cn

客服热线：400-6123115



疫情发生以来，支持实体经济恢复发展成为宏观政策最主要的任务。央行有针对性地出台了一系列货币政策工具，包括三次降准、两次降息、三轮再贴现再贷款，以及一次降低超额准备金利率等。财政端也宣布减税降费、扩大预算赤字、发行抗疫国债、增发专项债等一系列政策措施。及时有力的宏观政策在应对疫情冲击、恢复经济增长方面发挥了重要作用，取得明显成效，体现在保证金融运行环境平稳有利、实质性让利实体经济、经济活动持续恢复等方面。

展望未来，虽然近期货币政策出现边际调整，但宏观政策的基本方向不会改变，逆周期调节力度将会保持，方式将会优化，下半年降准降息等措施仍可期待，关注财政政策发力空间。

一、疫情以来宏观政策回顾.....	3
二、宏观政策逆周期调节效果显现.....	6
三、未来展望.....	8

图表目录

图表 1：疫情以来出台的主要货币政策.....	4
图表 2：2019 年 9 月至今 1 年期及 5 年期的 LPR 利率.....	5
图表 3：疫情以来推出的主要财政政策.....	6
图表 4：货币市场利率水平变化.....	7
图表 5：M2、社会融资规模增速加快.....	7
图表 6：2020 年上半年贷款利率下行速度加快.....	7

持续优化宏观政策 支持实体经济复苏

疫情发生以来，支持实体经济恢复发展成为宏观政策最主要的任务。央行有针对性地出台了一系列货币政策工具，包括三次降准、两次降息、三轮再贴现再贷款，以及一次降低超额准备金利率等。财政端也宣布减税降费、扩大预算赤字、发行抗疫国债、增发专项债等一系列政策措施。及时有力的宏观政策在应对疫情冲击、恢复经济增长方面发挥了重要作用，取得明显成效，体现在保证金融运行环境平稳有利、实质性让利实体经济、经济活动持续恢复等方面。

展望未来，虽然近期货币政策出现边际调整，但宏观政策的基本方向不会改变，逆周期调节力度将会保持，方式将会优化，下半年降准降息等措施仍可期待，关注财政政策发力空间。

一、疫情以来宏观政策回顾

货币政策方面，央行稳健的货币政策更加灵活适度，出台了量和价两方面的多种工具有效应对疫情冲击。因为大量实体企业受疫情影响丧失收入来源，经营性现金流大幅减少，需要用外部的融资性现金流来补充现金流缺口。因此，央行采取了较去年更加宽松的货币政策，营造出良好的外部融资环境，帮助企业补充现金流缺口，满足日常经营支出与偿还债务需要。期间，央行推出的政策包括三次降准、两次降息、三次再贷款再贴现，以及新创设的直达实体工具——中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策及普惠小微企业信用贷款支持计划。

三次降准释放1.75万亿元长期资金。一季度央行已实施过两次降准。其中，1月6日，人民银行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放长期资金8000多亿元；3月16日，人民银行实施普惠金融定向降准，释放长期资金5500亿元。4月3日，决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元。此外，人民银行决定自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%，这是2008年以来首次调整。

图表 1：疫情以来出台的主要货币政策

时间	政策	具体内容
2020年1月6日	降准	下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放长期资金8000多亿元
2020年2月7日	再贷款再贴现	推出3000亿元疫情防控专项再贷款
2020年2月20日	降息	下调1年期LPR十个基点至4.05%，下调5年期以上LPR五个基点至4.75%
2020年2月27日	再贷款再贴现	增加5000亿元再贷款再贴现专用额度
2020年3月16日	降准	实施普惠金融定向降准，释放长期资金5500亿元
2020年4月3日	降准	定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元
2020年4月3日	降低超额准备金利率	自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%
2020年4月4日	再贷款再贴现	推出面向中小银行的1万亿元再贷款再贴现额度
2020年4月20日	降息	下调1年期LPR二十个基点至3.85%下调5年期以上LPR十个基点至4.65%

来源：中国人民银行，新华财经

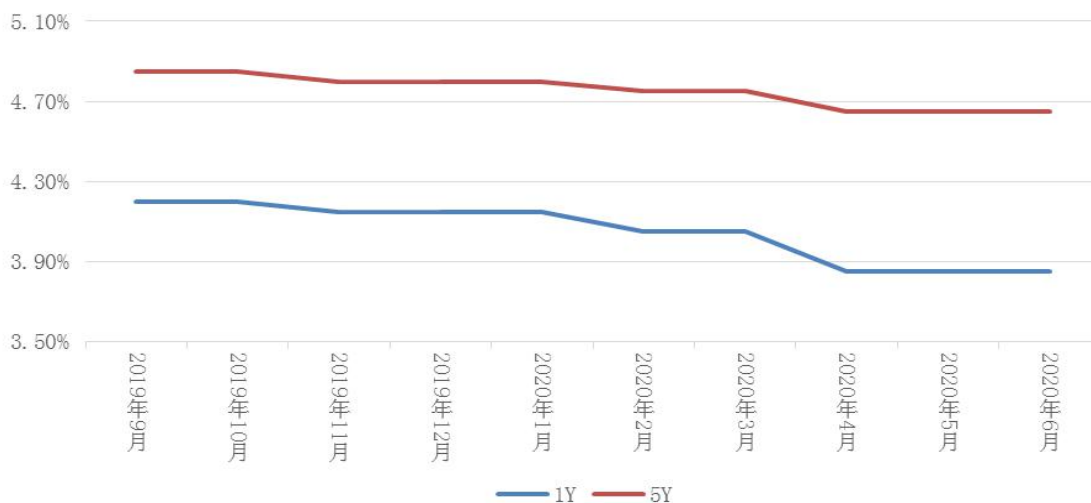
两次降息加快引导融资成本下行。截至6月28日，今年实施了两次降息。其中，2020年2月20日，人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布1年期LPR为4.05%，下降了10个基点，5年期以上LPR为4.75%，下降了5个基点，4月20日，人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布1年期LPR为3.85%，下降了20个基点，5年期以上LPR为4.65%，下降了10个基点。

观察今年上半年LPR利率的走势，总体上体现了降息的政策导向。第一、今年上半年出现了三次降准政策，客观上使得银行可贷资金规模增加，这有助于商业银行更好执行降息政策。第二、今年上半年复工复产的迫切程度比较大，商业银行积极落实相关部门政策，通过降息手段有效引导中长期贷款资金成本的降低。

三轮再贷款再贴现政策定向支持实体企业。2月7日，央行推出3000亿元疫情防控专项再贷款；2月27日，增加5000亿元再贷款再贴现专用额度；4月4日，推出面向中小银行的1万亿元再贷款再贴现额度——先后共计1.8万亿元低成本资金定向注入实体经济。

而央行决定，7月1日起下调支农再贷款、支小再贷款利率0.25个百分点。调整后，3个月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为1.95%、2.15%和2.25%。再贴现利率下调0.25个百分点至2%。此外，央行还下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点，调整后，金融稳定再贷款利率为1.75%，金融稳定再贷款（延期期间）利率为3.77%。

图表 2：2019 年 9 月至今 1 年期及 5 年期的 LPR 利率



来源：中国人民银行，新华财经

财政政策方面，政府针对保民生、稳经济推出大规模减税降费、扩大预算赤字、发行抗疫国债、增发专项债等一系列政策措施。自疫情发生以来，财政政策在各个方面共同发力，对冲疫情对经济带来的影响。为支持疫情防控，尤其是保障人民群众以及战斗在一线的医护人员的生命健康，财政部会同相关部门出台了关于医疗救治费用补助、医务人员临时性工作补助等一系列政策措施，截至6月19日，各级财政共安排疫情防控资金1371.86亿元。而为了支持地方切实做好保基本民生、保工资、保运转工作，中央财政及时下达转移支付资金，截至6月17日，财政部公布2020年中央对地方转移支付预算数为83915亿元，比2019年执行数增加9499.9亿元，增长12.8%。

在减税降费方面，采取对小微企业和个体工商户减免增值税；对受疫情影响较大的行业企业给予税费减免；对防疫补助收入免征个人所得税；出台扩大汽车消费的税收政策；阶段性减免企业社保费、缓缴住房公积金；免收收费公路通行费；降低企业电价气价等措施，根据5月22日《政府工作报告》显示，延长和延缓大规模减税降费新政，全年为企业新增减税降费2.5万亿元。

不仅如此，今年的政府工作报告披露，在财政赤字率拟安排3.6%以上，财政赤字规模比去年增加1万亿元，即达到3.76万亿元，创历史新高。首次发行1万亿元抗疫特别国债，用于保就业、保基本民生、保市场主体。

在新增地方债务限额方面，今年2月11日财政部宣布提前下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元，其中一般债务限额5580亿元、专项债务限额2900亿元，力求在复工复产阶段发挥重要的需求拉动作用。同时，4月15日，财政部宣布4月底提前下达第三批2020年地方政府新增专项债券额度1万亿元。而据政府工作报告披露，发行地方政府新增专项债券3.75万亿元，比去年增加1.6万亿元，用于重大基建项目投资。

图表 3：疫情以来推出的主要财政政策

时间	政策	具体内容
2020年2月11日	新增地方债务限额	财政部宣布提前下达2020年新增地方政府债务限额8480亿元，其中一般债务限额5580亿元、专项债务限额2900亿元
2020年4月15日	新增专项债券额度	财政部拟4月底提前下达第三批2020年地方政府新增专项债券额度1万亿元
2020年5月22日	减税降费	《政府工作报告》提出，延长和延缓大规模减税降费新政，全年为企业新增减税降费2.5万亿元
	财政赤字率	《政府工作报告》提出，财政赤字率拟安排3.6%以上，财政赤字规模比去年增加1万亿元，即达到3.76万亿元
	抗疫特别国债	《政府工作报告》提出，首次发行1万亿元抗疫特别国债
	新增专项债券	《政府工作报告》提出，发行地方政府新增专项债券3.75万亿元，比去年增加1.6万亿元，用于重大基建项目投资
2020年6月9日	疫情防控资金	截至6月19日，各级财政共安排疫情防控资金1371.86亿元
2020年6月17日	对地方转移支付	截至6月17日，财政部公布2020年中央对地方转移支付预算数为83915亿元，比2019年执行数增加9499.9亿元，增长12.8%

来源：财政部，新华财经

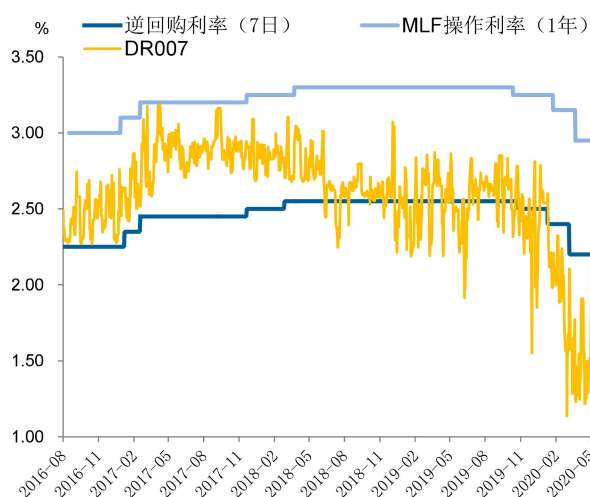
二、宏观政策逆周期调节效果显现

金融运行环境平稳有利。在央行多种货币政策措施支撑下，上半年流动性保持合理充裕，货币市场利率中枢下移，货币供应量、社会融资规模增速加快，货币传导效率增强，实体经济融资利率明显下降。此外，人民币汇率总体稳定，双向浮动弹性提升，跨境资本流动和外汇供求基本平衡，应对外部冲击的能力增强。

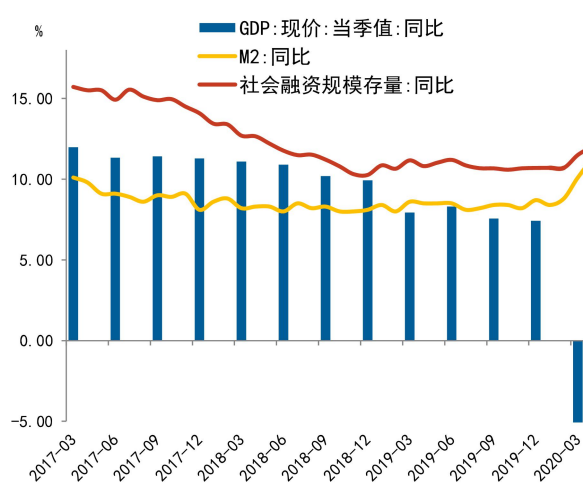
货币市场利率先抑后扬，整体保持在合理区间运行。DR007从年初的2.5%左右下降至4月份最低1.2%附近，DR007一度将至0.7%附近。5月份开始，为了避免流动性泛滥，遏制金融机构资金空转套

利现象，央行开始纠正市场过度宽松的预期，适度回收流动性，引导利率水平回归。5月底以来DR007已回到2.0%附近波动。M2和社会融资规模增速逆势加快，以适度货币增长支撑经济发展。5月份，M2、社会融资规模同比增速分别达到11.10%、12.50%，分别较1月份提高了2.7、1.8个百分点。

图表 4：货币市场利率水平变化



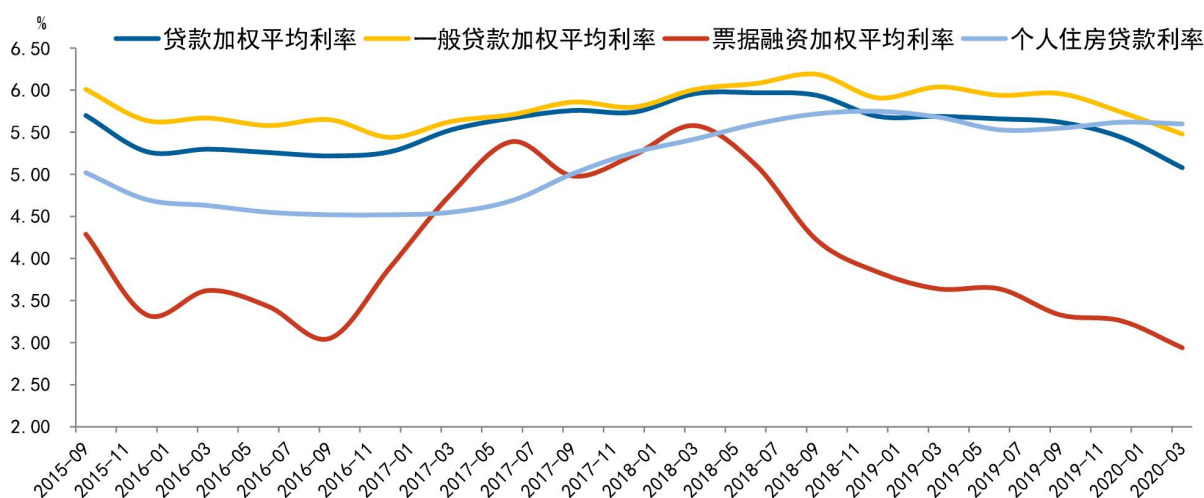
图表 5：M2、社会融资规模增速加快



来源：中国人民银行，新华财经

推动实质性让利实体经济。“推动金融系统向各类企业合理让利”是近年持续的政策导向，最近国常会更是首次明确提出金融系统全年为企业让利1.5万亿元。在我国实体经济面临较大困难、金融业营收利润绝对量较大的情况下，让利实体经济存在空间。若仅考虑通过降低贷款融资成本让利来实现这一目标，需要存量贷款融资成本较去年年底降低1%左右。疫情以来，金融系统向实体经济做出实质性让利。一季度货币政策执行报告显示，截至3月末，在央行一系列政策推动下，企业贷款利率较2019年底下降0.3个百分点达到4.82%，较去年下降速度加快。另据银保监会表示，今年1至5月，全国普惠型小微企业贷款平均利率6.03%，较2019年全年平均利率下降0.67个百分点。

图表 6：2020 年上半年贷款利率下行速度加快



来源：银行年报，新华财经

除了金融让利实体之外，减税降费也是一个重要方面。疫情冲击下，政府今年计划给企业减税降费2.5万亿元，其中减免社保费将为市场主体减负1.6万多亿元，大部分在下半年实现，此外还有其他降费3100亿元。今年以来，有关部门和单位出台了免收全国收费公路通行费、降低工商业企业电价、降低电信资费、减免相关政府性基金收费等一系列降费措施，为企业纾困发挥了积极作用。国家税务总局最新数据显示，2020年1至4月，全国累计新增减税降费9066亿元，其中包括2019年年中出台政策在今年翘尾新增减税降费4209亿元；2020年出台的支持疫情防控和经济社会发展税费优惠政策新增减税降费4857亿元。

经济持续恢复，基建投资高速增长。受疫情冲击，2020年一季度国内生产总值（GDP）同比下降6.8%，各项积极指标明显下滑。在宏观政策整体加大逆周期调节力度的支撑下，随着疫情防控取得成效，二季度经济活动恢复加快，多项指标回到或接近回到正常水平。货币财政政策协调配合下，专项债加大发行力度，推动基建恢复高速增长态势，对实体经济起到明显带动作用。1至5月新增专项债2.17万亿，同比增长150%，截至5月份专项债余额8.22万亿元，同比增长41%。接近80%的新增专项债投向了基础设施建设相关领域，推动基建投资增速加快，成为经济恢复的主要支撑项。5月基建投资单月同比增速10.9%，已经恢复到2017年年底的水平。从发改委项目情况也可以看到年初以来基建项目大幅放量，4月发改委基建项目同比增速超过100%。

三、未来展望

一是，宏观政策逆周期调节将继续灵活发力。支持实体经济恢复与可持续发展仍是宏观政策首要任务。下半年货币政策将坚持总量适度原则，重在创新和完善宏观调控，促进金融与实体经济

良性循环，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，落实好新创设的直达实体工具。而财政政策则有望更加积极，以更大力度护航“六稳”“六保”。

二是，阶段性救急式货币政策可能适时退出。在国内疫情稳定、经济逐步恢复的良好局面下，阶段性货币政策有适时退出的基础。央行从5月份开始适时回收流动性，引导资金利率回归到7天逆回购利率附近，就透露了政策的边际转向。流动性充裕引发的资金空转、金融套利，以及房地产市场走热等问题开始显现，存在政策调整的必要性。易纲在今天的陆家嘴论坛上明确表示，疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要注意政策设计要激励相融，防范道德风险，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。

三是，下半年财政政策发力空间更大。上半年财政支出进度偏慢，目前一般预算支出仅完成了全年目标的36.4%，主要是地方拖累。此外，政府性基金支出仅完成了全年预算的25.2%。按照全年预算目标，6-12月一般公共预算支出同比将上升到8.0%，政府性基金支出将同比上升到48.4%。基于此考虑，下半年财政留有足够的支出空间，财政支出力度将会显著大于上半年。1万亿美元的抗疫国债刚刚启动发行，后续还有1.5万亿专项债待发行，下半年资金安排也高于上半年。此外，今年计划给企业减税降费2.5万亿元，根据安排，大部分也将在下半年实现。

重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。