

降准，一轮金融防风险攻坚战

李奇霖

联讯证券股份有限公司研究院 董事总经理/首席宏观研究员

国家金融与发展实验室银行研究中心 特聘研究员

钟林楠

联讯证券宏观组

央行宣布自 2018 年 7 月 5 日起，下调法定存款准备金 0.5 个百分点，具体包括：

1. 下调工行、农行、中行、建行、交行五家国有大型商业银行和中信银行、光大银行等十二家股份制商业银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点，可释放资金约 5000 亿元，用于支持市场化法治化“债转股”项目，同时撬动相同规模的社会资金参与。

2. 下调邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点，可释放资金约 2000 亿元，主要用于支持相关银行开拓小微企业市场，发放小微企业贷款，进一步缓解小微企业融资难融资贵问题。

如果将 4 月的降准置换 MLF 也算作某种“定向”，那么央行此次降准已经是年内的第三次定向降准。加上 2017 年 10 月的降准，2018 年 5 月宣布的 MLF 抵押品扩容，**稳定中性的货币政策从 2017 年四季度起，便事实上转为了结构式的定向宽松。**

这种结构式宽松和历史上的宽松周期不同，这是一种保障内外均

衡、维系政策大局与防风险推改革平衡的刀刃上的克制。

一方面，现实的经济与金融环境需要央行货币政策转松以做出回应。

一来由于压缩非标紧信用，外部融资环境恶化驱动的信用风险已经出现小范围的爆发，领导层需要提防：

1) 随着监管抽查趋严不断暴露的存量不良及新增不良增多，银行系统内部坏账风险加大；

2) 机构或散户投资者在基金/资管产品踩雷后集中赎回引致的流动性风险；

3) 无风险利率上行进一步带动社会融资成本上涨，与严监管共振，被动增大企业部门与居民的债务压力，在被动加杠杆的同时过度压制资本开支与消费支出动力。

二来利率市场化改革进一步推进需要“两条腿”走路。

一条是打破刚兑，降低存款的可替代性，避免存款定价权下放后，银行陷入为揽储将存款利率向刚兑型理财产品收益率靠拢而使负债成本过度飙升的陷阱中。

另一条是降低银行机构法定准备金率，在增强信用派生缓释紧信用的副作用的同时，释放无成本资金（不考虑机会成本），降低银行的负债成本与准备金负负担。

三来经济增长动能受制于融资渠道的收缩已经出现减弱的迹象，5月份的经济数据与社融大降可能是一个信号，加之中美贸易摩擦存

在恶化的风险，外需同样可能受冲击，经济可能存在失速的风险。

但另一方面，高债务高杠杆局势下，以土地为中心的债务驱动型经济越来越逼近现有技术条件下的生产力边界，政策调控需综合考虑债务膨胀与经济增长之间的对冲关系，货币与财政目标更加多元化，对经济作用的空间减弱。

过往中国在低杠杆环境下的高经济增长，依靠的是对外开放+人口红利+城镇化。

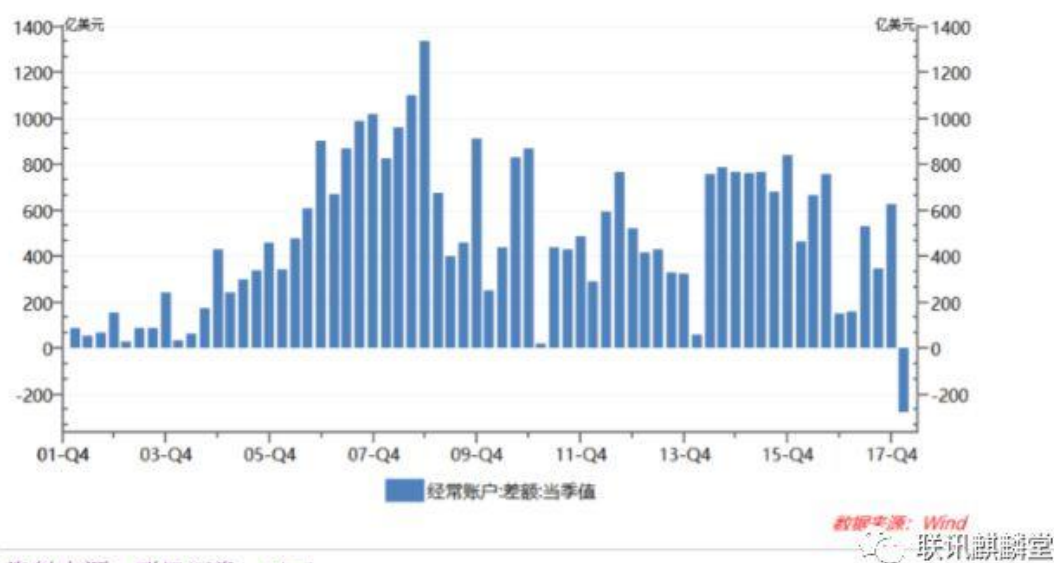
现在，中国度过刘易斯拐点，全球产业链重新洗牌，泰国、印度等南亚与东南亚国家接棒中国成为发达国家的新工厂，全球自由贸易环境在民粹、强权主政环境下趋于终结，土地产能模式下的投入—产出比下滑，固有生产边界下的经济增长速度很难抵过债务的膨胀速度。

全局的货币宽松带来的可能是资产价格泡沫的胀大，旧模式的卷土重来及更高的债务杠杆率。

同时不得不关注的一点是，中国的经常账户差额在入世十几年后，第一次变成了负值。这是一个信号。在全球贸易保护壁垒逐渐垒砌的环境下，经常账户在未来存在进一步恶化的风险。

如果经济动能下降、美元与美债收益率在美国经济一枝独秀下长期看涨，则此前进入中国的套利头寸平仓流出，资本与金融账户恶化，国际收支存在“双赤字”的可能，那么汇率可能会面临一定的风险。

图表1： 入世后经常账户差额首次为负值



资料来源：联讯证券，wind

因此，我们现在可能确实需要货币政策做出宽松的回答，但高债务驱动经济的不可持续性与保证外部均衡的制约让全局宽松的意义式微。

所以我们这次看到了一种不典型的定向降准周期：一方面支持债转股，化解紧信用严监管过程中的金融风险，另一方面给小微企业更多的信贷与流动性支持。

事实上，如果从整个全局来考虑，我们看到的现有货币政策事实上在服务于“稳定与经济转型”的大局。

作为“亚洲四小龙”的台湾曾利用劳动力要素供给充裕与出口导向型战略实现了经济的初步繁荣。当低工资的优势失去后，台湾开始依靠抬升行业集中度，创造具有较强的资本与实力进行技术研发的大企业，辅之以适当的产业红利实现了产业升级。

中国事实上也在走这条路。现有的“紧信用+供给侧改革”创造

了优胜劣汰的达尔文式的竞争环境。在产能出清过程中，留下的是要么有着显著市场份额的大企业，要么是具有技术溢价与核心竞争力的优质企业。而这两种企业对未来产业升级与经济转型都有着积极的意义。

但是随着产能出清、企业破产重组数量增多，金融系统面临的信用风险、社会出现的失业风险及经济失速风险也会增长。所以需要对冲。

债转股是降低银行信用风险的一种手段，支持小微企业则是稳定就业、支撑经济增长的另一个手段。

在这样的一个定向降准周期内，债券尤其是利率与高等级的投资机会相对比较突出，但是股票受制于供需缺口收窄后周期类行业利润增速的放缓、实体总需求边际下滑、信用风险的担忧、贸易战高度不确定性带来的风险偏好压制及股票质押去杠杆的压力等因素，机会相对有限。