

# 稳步下调存款准备金率是长期趋势

费兆奇 时间：2018-04-25 来源：中国证券报

中国人民银行在近期决定下调部分金融机构法定存款准备金率 1 个百分点，一部分用于置换中期借贷便利，剩余的新增资金主要用于小微企业的贷款投放，并将其纳入宏观审慎评估（MPA）的考核。人民银行解释此次降准是为引导金融机构加大对小微企业的支持力度，增加银行体系资金的稳定性。由此，降准是否标志着货币政策转向，引发了各界的广泛关注。

## 企业融资成本居高不下

为维护金融安全、防范系统性风险，政府自 2016 年 9 月起就已拉开加强金融监管、收紧货币政策的序幕，包括出台了多项针对房地产和金融系统的“去杠杆”措施，例如 2016 年“930”等系列房地产新政，使得房地产贷款增速持续回落；宏观审慎政策（MPA）不断完善，将表外理财纳入广义信贷范畴，同业存单纳入 MPA 考核；调整人民银行公开市场操作的资金投放量和期限，提高资金成本等等。在此背景下，我国的货币金融环境不断收紧：社会融资规模存量增速自 2017 年下半年以来持续下滑，截至 2018 年 3 月仅为 10.52%，为历年新低；货币供应量（M2）增速在趋势上持续下行；货币市场利率上行压力不断增加。

种种迹象表明，当前的货币金融环境已处于实质性偏紧的状态中。此外，银行受严监管的影响，同业业务受到较大冲击，主动负债的能力下降，进而导致银行在资产扩张上受限；如果再叠加非标融资需求向表内转移，银行表内的信贷额度不足，可能会引发融资成本快速上行。综上所述，人民银行通过降准，向市场注入长期资金，稳定银行体系资金的稳定性，进而缓解货币金融环境的偏紧状态。

此次降准可通过两个途径控制实体企业不断上行的融资成本。一方面，人民银行通过降准置换 MLF，目前一年期 MLF 的中标利率是 3.3%，高于法定准备金率的 1.65%，为此，这种置换将减少银行负债端的成本，进而降低企业的融资成本。另一方面，因监管受限的表外非标业务，增加了小微企业的融资难问题；而主要服务于小微企业的中小银行在货币金融环境偏紧的环境下，负债端成本上行的压力更大。为此，人民银行在此时将降准的新增资金用于小微企业的贷款投放，并辅以宏观审慎评估的考核，有利于缓解小微企业融资成本的上行压力。

需要说明的是，人民银行在降准当日，同时上调 MLF 利率 5 个基点，这并不代表持续收紧货币政策的意图。原因在于政策利率和市场利率的差距在近年逐渐扩大，这种差异容易导致依赖于政策利率定价的资产（例如房地产抵押贷款）出现配置上的扭曲。此外，政策利率和市场利率的逐渐统一也是利率市场化的必然要求。为此，一方面通

过降准降低资金成本，从而降低市场利率；另一方面在降准的同时小幅上调 MLF 等政策利率，有利于修复二者的利率之差，以便更好地发挥引导市场利率的作用。

2015 年以来，随着外汇占款的趋势性下降，我国通过结售汇制度投放基础货币的渠道逐渐退出历史舞台，基础货币的增速也由高速增长快速下滑，甚至在 2015 年下半年至 2016 年上半年期间出现负增长。在此背景下，人民银行主要依靠再贷款（包括 OMO、SLF、MLF、PSL）等方式对宏观流动性进行补充。

然而，这种偏中短期的货币投放方式存在诸多不足：其一，成本高，人民银行在大规模、低成本锁定商业银行流动性（法定存款准备金）的同时，创造出这些高成本的政策工具向市场提供资金，这种操作是企业融资成本居高不下的重要原因之一。其二，这些货币投放工具的期限较短，对于商业银行能否获得续作存在较大的不确定性，这对其平滑调剂短期的资金头寸带来压力，同时也无法稳定银行获得长期资金的预期。其三，在实体投资回报不济、资产收益率持续下行的情况下，银行“资产荒”现象加剧，缺乏与其低成本负债相匹配的资产标的。与这些偏中短期的货币投放工具相比，面对持续存在的基础货币缺口，降准的优势在于可以释放出低成本的长期流动性。

### “紧货币”必要性将逐步下降

从理论的角度看，人民银行降准，则商业银行可用于发放贷款的

储备会随之增加，进而提高商业银行创造存款货币的能力。但在严监管和去杠杆的压力下，通过降准增加的储备货币并不必然导致商业银行增加信用货币的投放。从银行的超储率来看，2017年前三个季度快速下滑反映的是企业较高的融资需求；但2017年四季度的超储率大幅反弹，折射出的并非企业融资需求减弱，而是在强化监管的压力下，企业较难从银行表内获得贷款支持。因此，在监管持续强化的背景下，降准释放的准备金可能会继续增加银行的超额准备金，而不是用于信用货币的投放。简言之，监管的强化使得法定存款准备金率的下降，可能被超额准备金率的上升所中和，货币乘数继续攀升的幅度将非常有限。

自2016年四季度以来的政策重心是“强监管、紧货币”，在此背景下，宏观金融形势从2016年三季度宽松的状态步入下行通道，即金融形势逐步收紧。此外，随着宏观审慎监管、金融去杠杆和非标监管的强化，金融机构的资产负债端已出现了明显调整，例如表外非标业务的增速已大幅放缓，通过回购市场久期错配以及加杠杆的风险也有所降低，影子银行的信用创造能力得到有效控制。随着今年新的金融监管框架的落地，人民银行、银保监会和证监会的协调监管将得到加强，政府对于金融机构的信用创造将具有越来越强的管控力。

为此，在宏观金融形势快速收紧的背景下，“紧货币”的必要性将逐步下降，主要原因或是为对冲强监管所带来的收紧冲击，缓解表

外业务向表内转移过程中，银行间流动性可能面临的紧缩压力，防止融资成本大幅上升。在社会融资和货币供给增速近期持续下滑的背景下，人民银行四季度的《货币政策执行报告》增加了“保持货币信贷和社会融资规模合理增长”的措辞以及本轮的降准，反映出货币政策的调控方向正在从“紧货币”向“稳货币”转变。

笔者认为，稳步下调法定存款准备金率是长期趋势。首先，高准备金率形成的背景是在 2003 年以来，我国外汇占款快速上升，中国人民银行为了缓解货币扩张的压力，不得不通过发行央行票据和不断提高金融机构存款准备金率的方式来冻结流动性，进而冲销外汇占款对货币供给的影响，即发挥着管控流动性的职能。此外，高企的准备金率在事实上还发挥了风险准备金的部分职能。但准备金发挥上述职能的背景在近些年有所变化：一是 2015 年以来，随着外汇占款的趋势性下降，基础货币的增速不断下滑。在我国新的基础货币投放机制尚未完全理顺之前，通过降准来释放长期流动性是较为理性的选择。二是随着存款保险制度的推出，风险准备金的部分职能也将逐步弱化。为此，依据外汇占款的波动和存款保险制度的逐步完善，适时、稳步地下调法定存款准备金率是一个长期的趋势。

其次，高企的法定存款准备金率不符合货币政策向价格型调控转变的趋势。目前，人民银行通过“利率走廊”机制，逐步向价格型调控转变的思路日渐清晰。在理论上，利率走廊的上限是中央银行对商

业银行发放贷款的利率，下限为商业银行在中央银行存款的利率，中间为中央银行调控的目标，即商业银行同业拆借利率。在已有超额存款准备金率作为利率走廊下限的背景下，高企的法定存款准备金率会使得政策利率的关系和层次复杂化，甚至产生冲突。为此，利率走廊机制的运行基础通常要求法定存款准备金率接近零值。