



对央行下调存款准备金率的点评

要点:

城市金融研究所所长：周月秋

国内宏观经济研究团队：

樊志刚 赵幼力

王小娥 李露 杨苒

执笔：杨苒

yangxing@icbc.com.cn

相关研究：

2015/1/30 《调整战略踏准中国经济“新常态”——2014年中国经济金融走势、政策分析及2015年展望》

2015/1/8 《货币政策“新框架”的探索与搭建》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

- 去年以来，中国经济下行压力增大，先行指标不容乐观，外汇占款持续下降，社会融资成本仍然较高；今年初，全球已有数十家央行推出降息等宽松措施，导致美元持续走强，人民币对美元汇率贬值，资本出现外流。内外部压力交织叠加，使中国货币政策调整已成为必然。
- 因此，继去年11月21日央行全面降息之后，时隔75天央行再次宣布全面降准，并以普遍降准加定向调控相结合的方式，既从货币供给层面解决问题，增加社会流动性，降低企业融资成本，提升实体经济活力；又继续加大结构调整力度，支持小微和“三农”等薄弱环节和重点领域。
- 在当前形势下，此次降准不改货币政策稳健基调，但向宽松方向调整；有利于补充社会流动性，同时不会造成资本加速大规模外流；有利于缓解银行存贷比压力，降低社会融资成本。从而促进社会形成正向预期，加大前景乐观度，强化加快转型和结构调整的信心。

目 录

一、此次降准是央行根据经济情况作出灵活调整的表现.....	1
二、此次降准体现了全面与定向相结合的显著特征.....	3
三、此次降准不改货币政策稳健基调，但向宽松方向调整.....	4

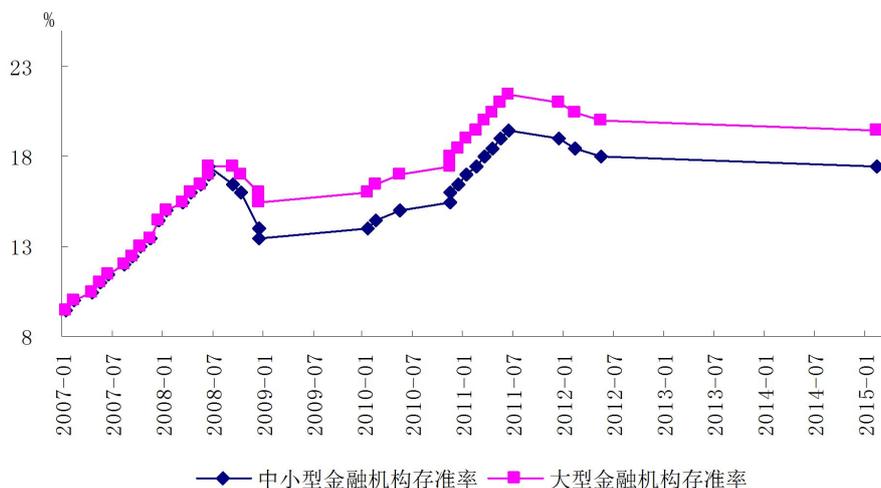
图表目录

图 1 2007 年以来存款准备金率走势图.....	1
----------------------------	---



2015年2月4日，央行宣布从2月5日开始下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。同时，加大对小微企业、三农以及重大水利工程建设的支持力度，对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城商行、非县域农商行额外降准0.5个百分点，对中国农业发展银行额外降准4个百分点。此次降准是自2012年5月央行调整存准率之后，时隔32个月首度下调存款准备金率。调整后，国内大型金融机构的存款准备金率为19.5%，中小型金融机构为17.5%（见图1）。

图1 2007年以来存款准备金率走势图



数据来源：CEIC，工商银行城市金融研究所。

今年年初，在央行工作会议上，即对今年货币政策定调为“稳健的货币政策要松紧适度”，松紧适度即意味着货币政策调整的空间和弹性增大，更加积极的货币政策将适时推出。继去年11月21日央行全面降息之后，时隔75天央行再次宣布全面降准，表明中国经济的下行压力在增强，内外部因素交织叠加，推动我国货币政策在稳健基础上向宽松方向调整。

一、此次降准是央行根据经济情况作出灵活调整的表现

首先，为了应对中国经济的弱势开局。2015年开年，中国经济的基本面数据不容乐观。1月官方与汇丰PMI指数均跌破50%荣枯分界线，且官方PMI降至49.8%，为时隔

28个月该指数首次降至50%以下。12月规模以上工业企业利润总额同比下降8%，降幅较上月扩大3.8个百分点，这是自2011年10月以来的最大跌幅。据中国物流信息中心1月报告，生产资料市场需求清淡、供应过剩的局面未有改观，生产资料价格环比下降3.88%，降幅较上月扩大2.04个百分点，制造业生产仍然呈收缩状况，经济下行风险较大。

其次，对冲外汇占款下降，增加基础货币投放。央行投放基础货币主要有两个渠道，外汇占款和人民币贷款。2003-2009年，外汇占款增加几乎是我国基础货币唯一的投放渠道，外汇占款增量/基础货币增量均超过1。我国除了用央票回收过量的基础货币投放外，还用提高法定存款准备金率的方式，冻结市场上的基础货币。2010年开始，随着国际市场结构的调整 and 我国国际收支状况的变化，该比值开始小于1，通过对冲外汇占款投放基础货币机制作用在下降。2014年以来，随着央行退出外汇市场日常干预，外汇占款放缓态势更加明显。2014年末，外汇占款同比少增2.12万亿元。其中，12月新增外汇占款下降近1200亿元。2014年四季度，我国资本和金融项目出现912亿美元逆差(含错误和遗漏项)，超过2008年四季度的468亿美元逆差，创下了1998年以来最大规模的赤字。为缓和上述压力，降低准备金率成为必要的基础货币补充工具。

第三，减轻国外新一轮量化宽松带来的人民币贬值及汇率波幅过大压力。历史经验表明，在汇率贬值和降准之间存在着高度的相关性。1998、2008和2012年的全面降准，之前均伴随着人民币的阶段性贬值。2014年以来，随着美国经济的复苏，人民币兑美元即期汇率累计贬值幅度达2.5%。2015年开年后，受欧洲央行推出近万亿欧元QE，随后俄罗斯、印度等多国央行开启货币宽松政策影响，美元进一步走强，人民币兑美元汇率7个交易日中6次逼近跌停，截至2月4日已较年初累计贬值0.7%。其中，1月26日，在岸人民币兑美元即期汇率跌近200BP，最低触及6.2531，创去年6月以来最低。此后，1月27、28、29日人民币兑美元汇率三度盘中逼近跌停线，跌幅分别为1.7%、1.94%和1.9%。而2月2日、3日两个交易日再次下跌，特别是3日跌幅一度接近1.96%。此外，近期随着美元升值预期上升，境内外美元兑人民币报价价差扩大，助推企业和个人国内购汇和国外结汇意愿，从而套取低买高卖美元的汇差，加大境内人民币贬值压力。在这



种背景下，适时下调存款准备金率，将发挥准备金“蓄水池”功能，维持流动性平稳运行，为化解结构性矛盾创造时间和空间。

最后，解决春节前流动性紧缺的问题。去年11月央行全面降息之后，受季节性因素影响，短期资金面趋紧。今年元旦以来，银行间市场资金价格回落，但7天回购利率波动中枢仍接近4%，明显高于去年下半年约3%的水平，实体经济所感受到的融资成本并无明显下调。2月份，受新股发行冻结资金、春节假日前现金需求逐步上升等因素影响，市场面临较大的流动性缺口，资金面趋于紧张。截至2月4日，银行间市场7天回购利率、7天上海同业拆放利率（Shibor）分别收于4.60%、4.43%，比1月8日的利率低点上升86、68个基点，涨幅达23%、18%。

二、此次降准体现了全面与定向相结合的显著特征

在全面降准的同时，央行延续了去年以来“定向调控”的思路。因此，此次调整出现近年来较为罕见的存款准备金“普降”和“定向”叠加的方式。

首先，全面降准将从货币供给层面解决问题，提升实体经济活力。虽然去年以来，为了缓解经济下行压力，央行多次采用定向降准、再贷款、再贴现、常备供贷便利、中期借贷便利等手段释放流动性，但企业、特别是中小企业仍普遍感到资金需求难以满足，融资成本处于高位。从总量而言，虽然我国广义货币（M2）存量规模已高达百万亿元以上，但M2存量较高与我国经济市场化范围和规模的持续扩大有关，是国民经济活动从总量扩张为主转向质量提升为主过程中必然发生的现象。就增速来看，2014年末我国广义货币（M2）同比增长12.2%，比上年增速降低1.4个百分点。就结构分析，受监管收严、表外融资业务收缩影响，2014年我国社会融资规模较上年少增8595亿元。其中，表外融资（包括委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票三项）占同期社会融资规模的17.5%，比上年低12.4个百分点，出现大幅减少。此外，大型企业在流动性困难时期，可以从社会获得高成本资本，对中小企业产生了一定的挤出效应。而在贷款规模、存贷比和资本充足率的约束下，银行的信贷扩张能力受限，议价能力提高，贷款上浮比例提高，又从另一个侧面把本来就面临资金紧缺挑战的中小民营企业从融资市场中挤了出

去。在上述因素叠加之下，仅靠定向手段已难以解决当前实体经济活力不足问题，实施“全面降准”以解决资金供给层面问题，进一步向社会提供低成本资金成为央行“稳增长”的重要政策手段。

央行属于资金供应的源头，在央行向商业银行投放资金的第一个环节中，如果适度下调存款准备金率，给予商业银行更多的可贷资金，这对于降低整个社会的资金成本都是大有裨益的。以目前的存款规模粗略估算，此次“降准”大致释放了6500亿元左右资金。此外，央行2月5日又实施了300亿元公开市场逆回购操作投放流动性。央行通过降准并配合其他货币政策，增加基础货币的投放，适当提高货币乘数，同时释放稳增长信号，有利于保证适度的流动性水平，增强经济增长的内生动力。

其次，定向降准体现了结构性调整意图，将继续加大对三农和中小企业的支持。2014年以来，虽然央行的数量和价格工具频繁出现，但在数量工具的选择上，“定向”+“短期”是其主要特征。此次降准，央行对城商行、非县域农商行和农业发展银行的定向倾斜，意在支持小微企业、“三农”等国民经济薄弱环节，继续发挥货币政策在结构调整中的作用，这也延续了去年央行货币政策结构性调控的思路。通过实行差别化的准备金率，可以促进中小金融机构按照规模对等的原则，多开展针对中小企业的信贷经营，促进中小企业融资便利化的发展，有效降低中小企业融资成本。同时也使农村政策性资金将更为充裕，这将为后续的国家惠农政策提供坚实资金基础（2013年国家农业财政支出1.38万亿元，占总财政支出的比重为10%左右；农业补贴1700亿元，同增3.5%）。

三、此次降准不改货币政策稳健基调，但向宽松方向调整

首先，我国货币政策仍将保持总体稳健、中性偏松格局。当前，我国经济增长方式和经济结构调整，金融体系转型、系统性风险的承担、化解及宏观调控等已相互交织。虽然货币在不同环境和经济结构下，事实上会产生一定的结构性效应。但毕竟只是一个短期的需求总量管理工具，仅能在一段时间和一定范围内，为经济、金融改革创造一个相对平稳的货币环境而已。随着国际社会普遍采用宽松政策，对于我国而言，在国内经济结构改革取得明显成效前，仍有必要维持中性偏松的货币政策，既在改革过程中提供



必要的动力，也为改革可能带来的冲击提供必要的货币缓冲。一旦经济结构改革顺利推进，货币就能为新结构的发展和完善服务，偏宽松的货币并不一定是负面效应。

因此，此次降准体现了央行“既要保持精准滴溉，又要防止大水漫灌”的政策思路，是对我国经济进入“三期叠加”阶段、经济增速由高速增长向中高速增长转变的逆周期调控，既适应宏观经济面的基本要求，也是未来货币政策提高灵活度和前瞻性，从数量工具转向价格工具的需要。

其次，本次降准不会造成资本加速大规模外流。近期美元走强，欧元大幅贬值，外部因素加上内部经济放缓，由此积累的人民币贬值压力越来越大。而最近人民币持续贬值与资本流出相互施压，确实一段时间内形成了一个短期性的贬值趋势。但是，中国式的“资本流出”更多可能是主动加快资本输出的因素，考虑到中国去年开始规划和推动丝路基金，向“一带一路”沿线国家提供基建资金，以及向东盟提供类似资金，中国企业在世界各地进行投资和并购等，加之中国国内经济成本升高导致的直接投资净流入减少，推动中国成为最大的资本输出国，使得中国资本和金融项目的逆差明显化。此外，中国“资本流出”还有一个重要的因素，就是国内的套利驱动，但这种套利活动更多的是受短暂的投机利益诱使。由于中国拥有充足的外汇储备，央行有维持人民币稳定的决心（2月6日，央行宣布将人民币对美元汇率中间价设定在6.1261，较前一交易日上调105BP），因此从长期来看，央行不会允许人民币持续贬值并导致资本大规模外流。当然，只要汇率波动是可控和可接受的，央行也会乐于接受这种波动，这也利于消除其他国家要求人民币升值的压力。

第三，本次降准将有利于缓解银行存贷比压力。对于商业银行而言，今年以来普遍面临存款流失、负债管理趋紧、个别银行甚至出现存贷比考核告急或流动性不足的情况。截止2014年末，商业银行存贷比为71.7%，已连续13个月上升。且我国大型金融机构的存款准备金率已三年来持续处于20%的高位，明显高于国际上其他国家。而降准将减少商业银行上缴的存款准备金，有利于商业银行减缓吸存压力，降低负债成本，提升货币乘数，从而促进贷款市场利率下降。

对央行下调存款准备金率的点评

同时，尽管降准和公开市场投放资金都有释放流动性、缓解银行负债压力的效果，但二者功效还是有着明显差别，并不能完全替代。降准释放的存款，是商业银行资金运用的基础来源，具有稳定性和可做长期安排等特点，而通过公开市场操作释放的资金具有很强的临时性和短期性，主要用于解决银行头寸短缺和流动性周转，并不宜于用作中长期资金安排。因此，从缓解银行存款压力、促进信贷投放的角度看，降准要优于公开市场资金投放。在外汇占款高速增长时期，因净结汇而带来的外汇占款有直接增加银行存款和投放基础货币的效果。当外汇占款增速下降时，尽管公开市场资金投放可以在一定程度上起到基础货币投放的作用，但其增加的是银行非存款类负债，而不是直接增加银行存款。在近年来银行存款被持续分流的情况下，尽管公开市场资金投放在保持货币市场流动性充裕上的效果毋庸置疑，但对于改善银行存款压力、促进信贷增长和降低融资成本上的作用比较有限。准备金率下调则直接扩大了银行可用资金的比例，改善了银行资金运用能力，进而有助于促进银行扩大信贷投放；同时减轻银行存款压力，降低负债成本，进而有助于信贷利率的下降。

综合考虑，继去年 11 月全面降息之后，央行再次全面降准，实际上表明决策层已形成共识，在经济下行压力继续加大、风险释放加剧的环境下，今年的货币政策更应该在中性的基础上向宽松方向调整，以减轻经济调整可能带来的过大震荡。展望未来，由于美国经济持续向好，失业率降低到 5.6% 水平，预计 2015 年下半年美国加息的概率增大；欧元区扩大量化宽松货币政策规模，美元指数持续上升，人民币仍会持续一段时间贬值走势。在此背景下，不排除央行仍有可能继续降低存款准备金率，从“蓄水池”里往外放水，增加社会流动性，降低社会融资成本。至于降息，鉴于上次降息的效果有待进一步观察、当前贷款基准利率已接近历史最低水平，尤其是考虑到降息会直接缩窄中外利差、加剧资本流出，短期内降息的可能性不大。