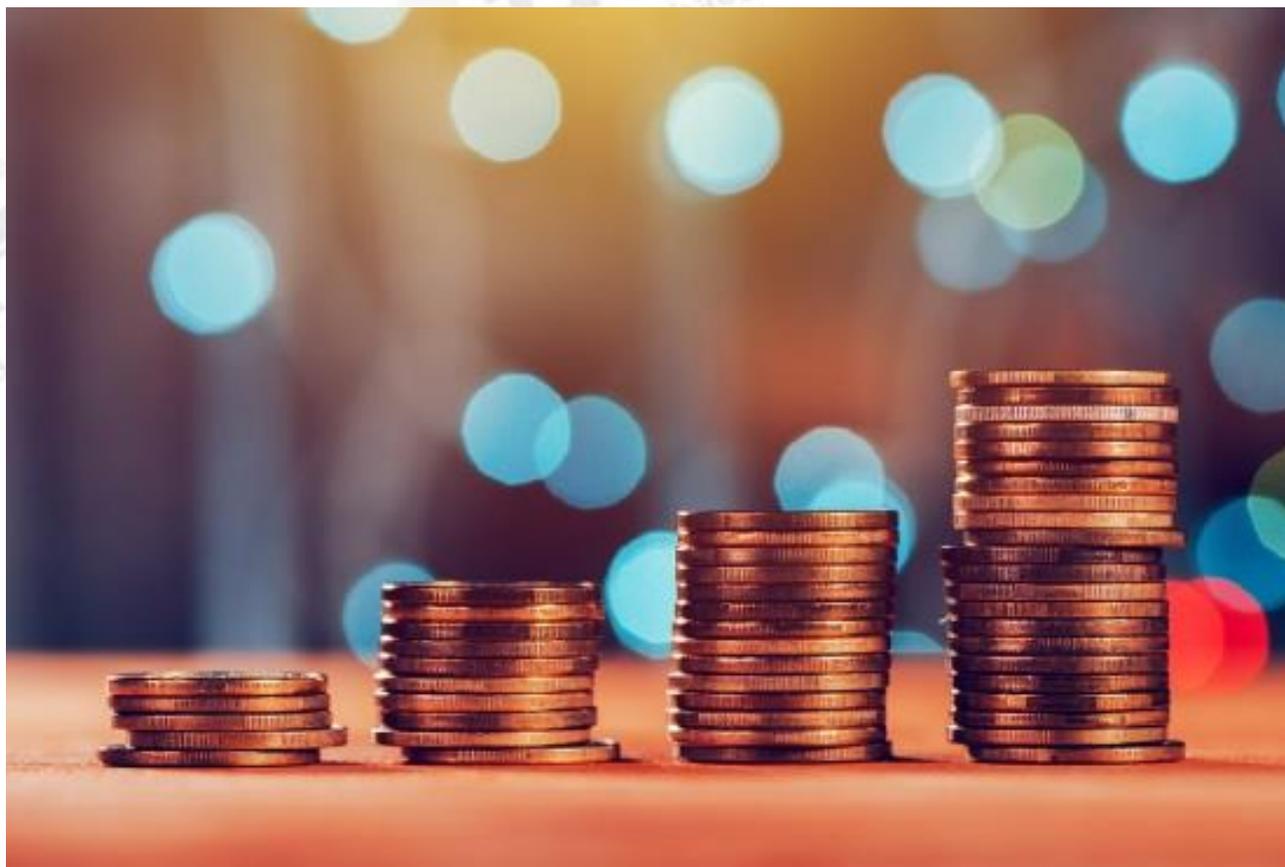




# 连平：降准认识存在四个误区



文/新浪财经意见领袖专栏作家 连平 王运金



在近年来多次持续降准之后，2021 年央行于 7 月和 12 月再度两次降准。央行表示，降准的目的是加强跨周期调节，优化金融机构的资金结构，提升金融服务能力，更好支持实体经济。作为货币政策的重要工具，央行降准通常被市场广泛关注，各种解读频频见诸于各类媒体，其中不乏认识上的误区。厘清降准的功能，准确理解降准的作用，很有必要。

市场上关于降准的认识存在四个误区

误区一是，将降准的主要功能定位在置换 MLF 上。

存款准备金率与 MLF 都是货币政策工具，但二者在影响主体范围、规

模扩张效应和利率水平等方面存在明显的差异。不可否认，在监管要求范围内，降准所释放的资金的确可以部分用于偿还到期的 MLF。但降准并非只是为了置换 MLF，而是具有更深的含义和更多的功能。

从影响主体范围来看，MLF 操作对象为符合宏观审慎要求的商业银行和政策性银行，虽然涉及的对象范围并不小，但作为操作对象需要符合相关的条件，具有一定的限制。而全面降准的适用对象虽有例外机构，但覆盖了所有存款类金融机构，包括大型和中小型银行等。比如，最近一次降准的适用对象为“除已执行 5%存款准备金率的部分县域法人金融机构外”的其他金融机构，被除外的均为规模较小的存款类金融机构。

从规模扩张效应来看，MLF 操作主要影响银行体系的中期流动性，降准则直接释放中长期基础货币，其效应是中长期流动性供应的改善。降准在总量方面给予商业银行以支持，效果持续的时间很长，其效应是长期的。即使未来存准率不变，随着每年存款的持续增长，一次 0.5 个百分点的降准都将在每年更大规模的存款基数上释放更多的基础货币。因此，降准的意义远大于短期内对冲到期的 MLF，其后续的效应会持续对银行体系信用创造功能产生推动作用。市场往往过度关注对到期 MLF 的对冲作用，而忽视降准对长期信用创造功能的促进作用。这好似“捡了芝麻，丢了西瓜”。事实上，央行完全可以续作 MLF 或用其他公开市场操作工具对冲到期的 MLF，且目前的央行资产负债状况对此并不存在制约，又何必一定要用降准来对冲呢？事实上，降准具有不同于对冲到期 MLF 的更为重要的实际需

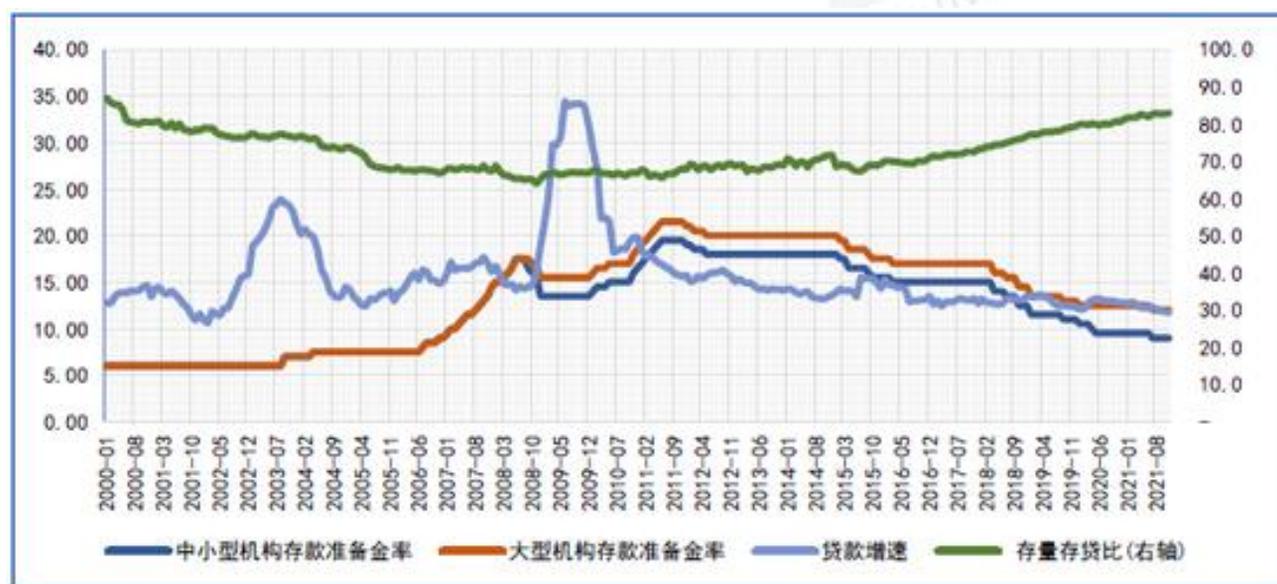
求。

降准具有较为明显的降低银行负债成本的功能。银行体系的负债来源有存款、货币市场与资本市场等渠道。根据金融机构信贷收支表来看，截至 2021 年 11 月，住户与非金融企业存款占境内存款的 73.6%，政府存款占比 16.6%，非银金融企业存款占比 9.9%。其中，住户和非金融企业存款中的活期存款占比 34.2%，而当前活期存款利率仅为 0.35%；定期及其他存款占比 65.8%，当前一年期、两年期、三年期定期存款基准利率同样较低，分别为 1.5%、2.1%、2.75%。从货币市场来看，7 天逆回购利率为 2.2%、一年期 MLF 利率 2.95%，银行同业存单利率为 2.8%，5000 亿元普惠性再贷款再贴现成本为 2.5%。由此可见，银行从货币市场获得资金的负债成本相对较高。从资本市场来看，政策性银行与商业银行债券年发行规模在 6.8 万亿元左右，2021 年平均发行利率为 3.07%左右。从综合负债成本来看，2020 年国有银行综合负债成本在 1.7%左右，其他大型银行综合负债成本在 2.3%左右。据此推断，降准所释放的资金成本要明显低于商业银行从货币市场与资本市场获得的资金成本及其行业综合负债成本，降准会在一定程度上拉低银行的整体负债成本。相比 MLF，降准更加有利于降低实体经济融资成本。2021 年 12 月 LPR 下降 5bp，可以认为是建立在两次降准基础之上的。同样作为货币政策工具，降准具有的中长期货币扩张效应和推动利率水平下降的功能显然是 MLF 所难以比拟的。

误区二是，全面降准通常被联想为“大水漫灌”。

传统观点认为，全面降准所释放的流动性较大，资金容易“淤积”在商业银行内部，或在金融体系内空转，因此就会联想到“大水漫灌”。其实全面降准并不能与“大水漫灌”简单划上等号。2021年12月全面降准是在经济下行压力增大、实体经济融资需求受到制约、银行信用创造功能有所减弱的情况下，货币政策具有逆周期调节性质的操作。

图表 1：存款准备金率、贷款增速和存量存贷比 (%)



当下应引起关注的是，金融机构存量存贷比由2015年11月的68.8%升至2021年11月的82.9%，增加了14.1个百分点。2015年全年增量存贷比为78.3%，而2020年1~11月增量存贷比已达101.6%，且其中有9个月维持在100%以上，甚至部分全国性股份制银行增量存贷比超过了120%。同期，金融机构信贷增速却由14.9%降至11.7%，以银行为主的金融机构信用创造功能逐渐减弱，适度降准只是缓解了本已偏紧的银行体系流动性状况，以增强其信用功能，谈不上“大水漫灌”。事实上，金融

机构的负债状况清楚地表明其已经不具备“大水漫灌”的能力了。

近年来,央行的货币政策与宏观审慎“双支柱”调控框架已逐渐成熟。以常备借贷便利(SLF)为上限、以超额存款准备金利率为下限,短期市场利率围绕公开市场操作利率上下浮动的利率走廊已然形成,央行通过公开市场操作、MLF等工具对市场流动性的管控能力逐渐提升,降准的规模效应处于央行可控制范围之内。在银行体系流动性偏紧的现状下,降准不可能造成资金“淤积”。相反,如果不降准,信用就会偏紧,实体经济融资环境将趋向紧缩。可见,适度降准不仅不是“大水漫灌”,而且还是实体经济的现实需要。央行对商业银行的信贷投放领域有一定的比例考核要求,全面降准有助于扩大商业银行对绿色信贷、“三农”、小微等重点领域与薄弱环节的信贷支持,因而会起到一定的结构性调节作用。

误区三是,全面降准会推动物价上涨。

在物价主要是PPI具有较大上行压力的情况下,市场存在一种“降准会一定程度上推动物价上涨”的担忧。降准是补充长期流动性的重要工具,根据实际需要合理、适度地降准不会对物价上涨,尤其是短期内上涨推波助澜。相比之下,降准所释放的流动性短期不会构成推动物价上涨的主要动力。

2015年以来,央行对大型存款类金融机构降准14次,对中小型存款类金融机构降准16次,分别降低了8.5个百分点和9.5个百分点,降幅达到42.5%和52.8%。而在这一时期,PPI和CPI波动总体比较平稳,并没

有出现相应的趋势性上涨。2000 年以来，我国物价变化主要由自身运行规律主导，降准和物价二者之间并不存在市场观点所认为的过于密切的关系。

图表 2：存款准备金率和物价指数（%）



货币因素并非是推升当前 PPI 的主要因素，对 2022 年物价的推动作用应该有限。本轮 PPI 上涨有三个特殊背景：一是在财政政策和货币政策的大力刺激下，发达国家的需求依然具有很大的韧性，但疫情却抑制供给复苏，推动了大宗商品价格上涨。各区域疫情控制的差异导致上游产品产出效率跟不上终端需求扩张，供求缺口难以快速收敛。二是以美国为主的发达国家货币大幅宽松叠加财政轮番扩张加剧大宗商品价格上涨。财政扩张和美联储扩表导致大量廉价流动性脱实向虚，金融资产价格明显上升。美元指数下跌助推以美元计价的大宗商品价格上涨。财政刺激计划从救助转向基建则显著提升了市场对相关大宗商品的涨价预期。三是碳中和政策的执行带来短期供给冲击。环保限产政策的落地限制了短期内产能扩张和

供给补充的速率，抬升了下游产品价格的涨价预期。

据预测，2022 年一季度 PPI 仍可能维持高位运行，一方面是因为疫情影响长期化，短期供给约束仍存，全球供应链恢复需要一定过程；另一方面受缓慢复苏的投资与消费影响，需求增长会较为缓慢，2022 年下半年受基数影响将可能稳步下行。不同的是 2022 年二季度 CPI 将可能稳步回升，主因是受低基数与猪周期上行影响，叠加上游产品价格向下游传导。适度的全面降准是在以稳增长、支持实体经济发展为目标的基础上释放的积极宏观政策信号，不会成为物价上涨的主要推动因素。

误区四是，流动性增长与信用扩张划上等号。

一个时期以来，市场存在一种隐性的逻辑，即流动性合理充裕，货币市场利率较低，似乎就没有必要降准或者降准的必要性降低。更为深远角度看，降准有着刺激需求、扩大投资、稳增长等多方面的间接效应。其中，扩张信用是降准可能产生的最为直接的效应。

央行调节货币市场可以推动流动性进入金融机构，但信用是否真正得以扩张则取决于商业银行信贷意愿。事实上，流动性增长与信用扩张并不完全

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_35253](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35253)

