

全面降准落地，货币政策是否走向宽松？

宏观快评 | 2021 年 7 月 9 日

研究部

宗韶晖

shzong@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

报告摘要

- 为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，中国人民银行决定于 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%。
- **降准的目的在于提供中长期流动性与降低综合融资成本。**根据国常会及央行新闻发布会上的说法，本次降准的主要目的有两个：一是置换 MLF 和对冲 7 月税期，为金融机构提供中长期流动性，保证流动性合理充裕；二是通过降低金融机构的资金成本来促进社会综合融资成本的降低。7 月整体流动性缺口较大，MLF 到期 4000 亿，并且每个季度初是企业缴税高峰，2017-2020 年 7 月央行资产负债表中政府存款平均增加接近 7000 亿。本次降准释放的长期资金约 1 万亿元，基本对应着 7 月的流动性缺口，使流动性保持合理充裕。
- **用降准置换 MLF 也可以使银行资金成本下降，继而向实体经济传导，使社会综合融资成本降低。**尤其是在国际大宗商品价格大幅上涨的背景下，部分小微企业面临成本上升的窘境，本次降准一定程度上也可以视为对小微企业的结构性政策，这与此前的存款利率改革、金融机构对小微企业减费的政策一脉相承。
- **降准并不意味着货币政策全面走向宽松。**随着央行货币政策框架由数量型向价格型转变，降准的信号意义逐渐削弱。从去年开始，央行逐渐强调“市场利率围绕政策利率附近波动”，政策利率对于货币政策信号的指示作用增强。去年四季度的《货币政策执行报告》中指出“判断短期利率走势首先要看政策利率是否发生变化，主要是央行公开市场 7 天期逆回购操作利率是否变化，而不应过度关注公开市场操作数量”，数量型货币政策的信号意义进一步弱化。我国目前使用的结构性流动性短缺的货币政策操作框架将存款准备金率调整的首要目的视为进行流动性的投放和回收，而不是指引下一步货币政策的方向，因此本次的降准，可能更多地是作为流动性调节的工具，而不是货币政策调整的信号。即使市场将降准解读为货币政策宽松的标志，但对于央行来说未必如此，正如央行新闻发布会中所说，“稳健货币政策取向没有改变”。
- **年内再次降准的可能性较低。**如果将降准视为投放中长期流动性工具来看的话，今年下半年 MLF 到期量大幅增加，确实需要进行流动性的补充。但仅靠降准是无法完全对冲 MLF 到期量的，MLF 的到期仍主要是用公开市场操作进行对冲。并且货币乘数高企使再次降准的可能性下降。存款准备金率并非只是流动性投放工具，同时其能够影响货币乘数，进一步影响广义信贷。5 月我国的货币乘数为 7.1，接近历史高值，降准也会导致广义货币的派生。在此情况下，继续使用降准可能会导致广义流动性过度扩张，因此降准可能并不会频繁使用。



目录

一、降准的目的在于提供中长期流动性与降低综合融资成本	3
二、降准隐含货币政策宽松的信号意义吗?	3
三、年内还会有下一次降准吗?	4

图表目录

图表 1: 季初财政存款大幅增加	3
图表 2: 下半年 MLF 到期量较大	4

事件：为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，中国人民银行决定于 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%。

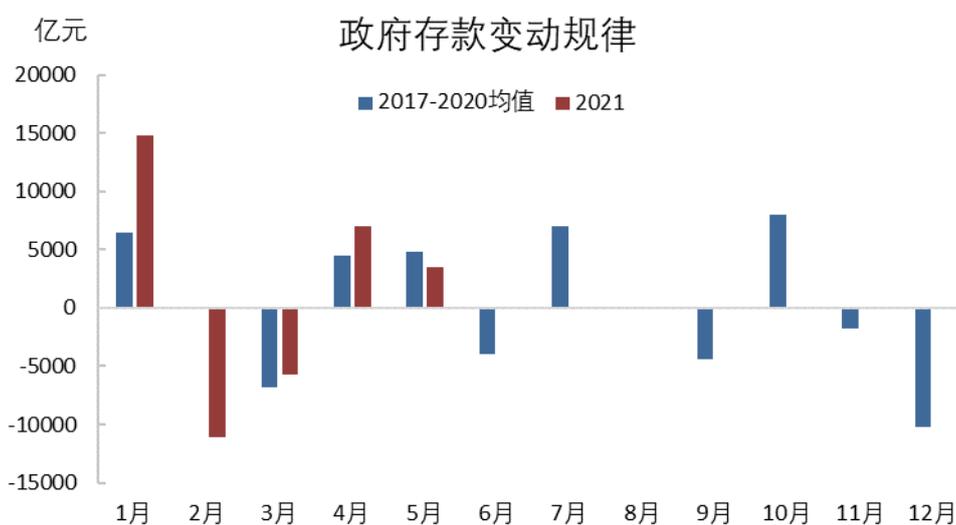
一、降准的目的在于提供中长期流动性与降低综合融资成本

7 月 7 日国常会提出“针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响，要在坚持不搞大水漫灌的基础上，保持货币政策稳定性、增强有效性，适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降”，7 月 9 日央行决定于 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。根据国常会及央行新闻发布会上的说法，本次降准的主要目的有两个：一是置换 MLF 和对冲 7 月税期，为金融机构提供中长期流动性，保证流动性合理充裕；二是通过降低金融机构的资金成本来促进社会综合融资成本的降低。

7 月整体流动性缺口较大，首先 7 月 MLF 到期 4000 亿，较二季度到期量明显提升；其次我国财政收支存在明显的季节性规律，由于存在季度征收的税种，每个季度初是企业缴税高峰，对应着流动性回收，而季度末则是政府支出高峰，对应着流动性释放。从 2017 年-2020 的均值来看，7 月央行资产负债表中政府存款增加接近 7000 亿。本次降准释放的长期资金约 1 万亿元，基本对应着 7 月的流动性缺口，从而使流动性保持合理充裕。

用降准置换 MLF 也可以使银行资金成本下降，从而有利于向实体经济传导，使社会综合融资成本降低。尤其是在国际大宗商品价格大幅上涨的背景下，部分小微企业面临成本上升的窘境，因此本次降准一定程度上也可以视为对小微企业的结构性政策，这与此前的存款利率改革、金融机构对小微企业减费的政策基调基本一致。

图表 1：季初财政存款大幅增加



来源：Wind，莫尼塔研究

二、降准隐含货币政策宽松的信号意义吗？

一般认为，降准是一个信号较强的货币政策工具，全面降准往往意味着货币政策转向宽松。但随着央行货币政策框架的转变，降准的信号意义是在逐渐削弱的。

从货币政策整体调控框架来看，我国正在由数量型货币政策向价格型货币政策转变，虽然货币政策的中介目标仍锚定的是 M2 与社融，但已经从固定的 M2 增速转变为货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。从去年开始，央行逐渐强调“市场利率围绕政策利率附近波动”，政策利率对于货币政策信号的指示作用增强。去年四季度的《货币政策执行报告》中指出“判断短期利率走势首先要看政策利率是否发生变化，主要是央行公开市场 7 天期逆回购操作利率是否变化，而不应过度关注公开市场操作数量”，数量型货币政策的信号意义进一步弱化。

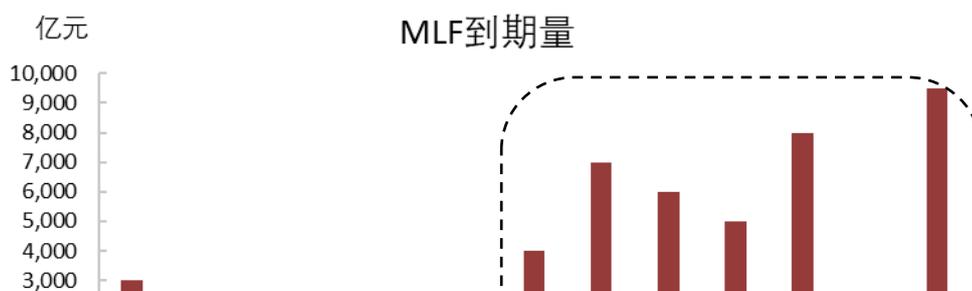
从我国目前使用的结构性流动性短缺的货币政策操作框架来看，存款准备金率调整的首要目的是进行流动性的投放和回收，而不是指引下一步货币政策的方向，因此本次的降准，可能更多地是作为流动性调节的工具，而不是货币政策调整的信号。即使市场将降准解读为货币政策宽松的标志，但对于央行来说未必如此，正如央行新闻发布会中所说，“稳健货币政策取向没有改变”。

三、年内还会有下一次降准吗？

如果将降准视为投放中长期流动性工具来看的话，今年下半年 MLF 到期量大幅增加，下半年 MLF 共到期 41500 亿，确实需要进行流动性的补充。但仅靠降准是无法完全对冲 MLF 到期量的，一次降准释放的资金量约为 1 万亿，MLF 的到期仍主要是用公开市场操作进行对冲。如果考虑到缴税和政府支出的影响，10 月是下一个缴税大月，如果年内要再次进行降准在 10 月的可能性相对较大，事实上历史上的降准基本也发生在季末或者季初，主要也是考虑到了对冲税期。

货币乘数高企使再次降准的可能性下降。存款准备金率并非只是流动性投放工具，同时其能够影响货币乘数，进一步影响广义信贷。5 月我国的货币乘数为 7.1，接近历史高值，降准也会导致广义货币的派生。在此情况下，继续使用降准可能会导致广义流动性过度扩张，因此降准可能并不会频繁使用。

图表 2：下半年 MLF 到期量较大



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_20665

