



殷剑峰：降准未必有水喝 财政才是龙王爷



文/新浪财经意见领袖专栏作家 殷剑峰

央行降准并不令人意外，意外的是刚进入三季度就宣布降准。这说明在稳经济和稳通胀之间，央行已经向市场表明了态度。从刚公布的 6 月份物价数据看，核心 CPI 还是羸弱的 0.9，不高的 CPI 也开始走低，至于原先被鼓噪的通胀之源——PPI 和生产资料价格都见顶回落。更重要的是，作为经济的领先指标，狭义货币 M1 已经掉到去年疫情期间的最低水平。总之，一切迹象显示，内需不足、经济下滑将成为 3 季度以后的主要矛盾。

患了通胀恐惧症的童鞋们都喜欢把降准看成是央行在“放水”，但现在看来，经济主体是否能喝到“水”还需要打一个问号。这次降准大概能够在银行体系内部释放约 1 万亿的资金，然而，这些资金要变成市场主体获得的流动性，尚需经历一个关键、但经常被忽视的环节：银行的信用创造——银行愿意放贷，市场主体愿意并且有能力借款。因为央行降的“准”是准备金，这是银行在央行的存款，不是市场主体拥有的在银行的存款，而市场主体在银行的存款只能通过银行贷款才能创造出来（参考前文《货币主义公式为什么是错的》）。简言之，再如何降准，如果银行不放贷，我们口袋里也不会增加一个子。

举个例子。假设央行规定银行的法定准备金率是 10%，银行每拥有 1 元准备金，最多可以通过发放贷款创造 10 元的存款 ($=1/10\%$)；现在央行降准，将法定准备金率下降到 5%，银行每拥有 1 元的准备金，就可以最多发放 20 元的贷款，进而创造 20 元的存款 ($=1/5\%$)。然而，在央行

降准之后，银行是否能多发放贷款、从而创造更多的存款，还要取决于其他因素。从银行的角度看，由于放贷是主要的收入和利润来源，放贷的积极性还是有的。但其他经济主体借钱的积极性和能力看起来都有很大问题。

首先看居民部门。几千年来房地产在中国都拥有安全资产的特殊地位，因而经济好，房地产涨，经济不好，它更涨。去年下半年以来居民借钱买房的积极性高涨，而且由于宽松信贷政策的缘故，居民也能借到钱。今年4月份之后，随着对住房市场的政策收紧，居民按揭贷款以及与住房市场藕断丝连的个人经营性贷款掉头往下。如果对房地产市场的政策态度是认真（我们相信一定是），居民借贷的意愿和能力一定也是下降的。

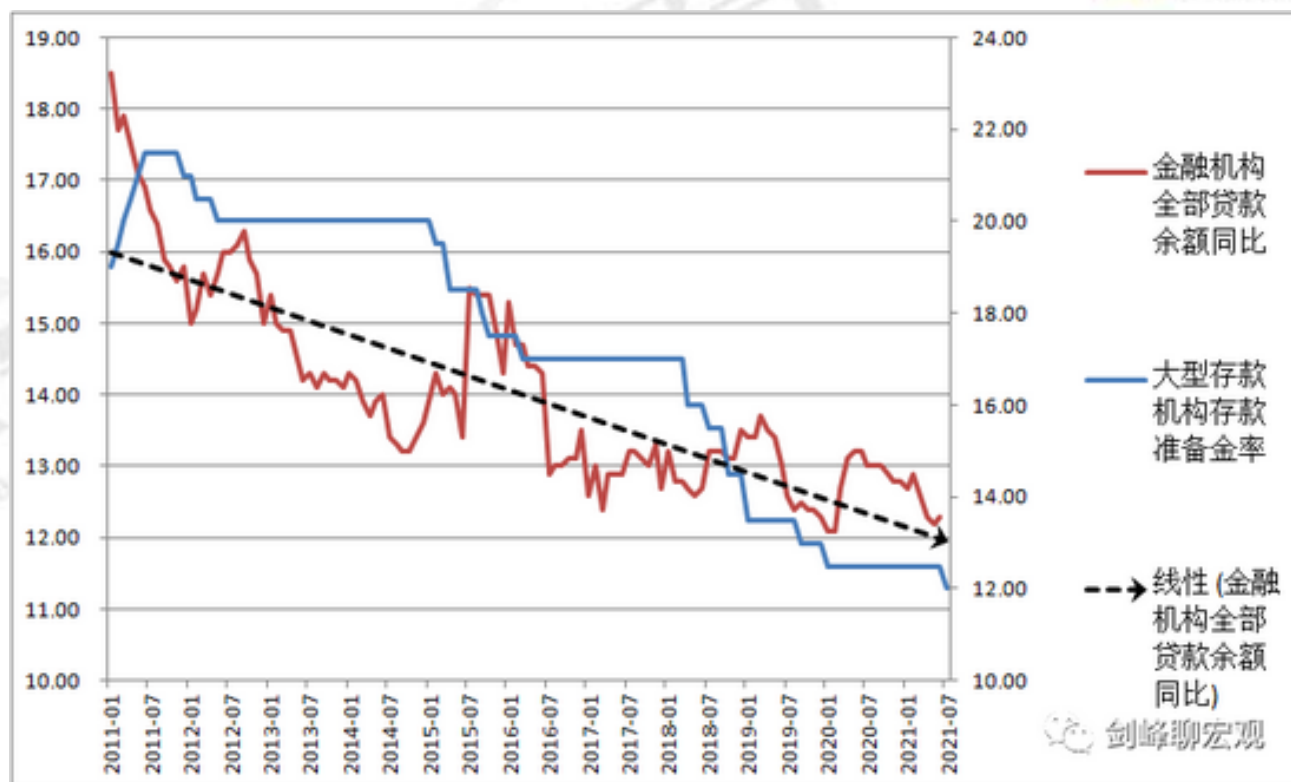
其次看企业部门。在今年1-5月，虽然企业中长期贷款较往年增幅明显，但囿于票据融资的大幅度萎缩，企业总的新增信贷规模较去年1-5月萎缩了1万亿。此外，企业债券的发行规模也低于去年同期，加上进入偿还高峰，企业债券净发行量也是萎缩的。企业借钱的积极性不高，是因为投资意愿不高，而投资意愿不高又是因为我们之前谈到的投资率回报率过低——这是长期的增长问题，而非短期的周期因素。

最后看地方政府。1-5月，地方政府债券发行规模不仅低于去年同期，而且，发行的债券中超过60%都是用于借新还旧的再融资债券。特别是地方政府专项债，得益于财政部的金融创新（财政部实际上是中国最富有想象力的金融创新主体），这种债券可以用于补充项目资本金。因此，按理说应该是地方政府最喜欢的融资方式。但是，今年1-5月，专项债发行只完

成了全年计划的 32%，远低于去年同期的 60%。专项债发不动，据说同其他部委禁止银行提供配套资金有关，但归根到底，大家都不是看不懂庞氏融资的傻子。至于债市中地方债、城投债的新一轮配置高潮，无非是一个你情我愿的轮盘赌。



所以，即使央行降准，即使银行愿意放贷，如果居民、企业和地方政府都不愿意、都不能借钱，这“水”也放不出来。而且，看起来央行打开的就是一个正在迅速干涸的水库闸门，因为降准却带不动信贷不是一个短期的周期性现象，是一个持续了十年的趋势。



上图给出了 2011 年以来金融机构全部贷款余额的同比增速和大型机构的法定存款准备金率。一个非常清晰的观察就是，虽然自 2011 年以来，降准是一个趋势，但贷款增速的下滑也是一个趋势。所以，降准却放出“水”不是经济周期问题，而是反映了一些长期、深刻的结构问题。其中，一个最大的背景就是我们一直强调的人口老龄化、甚至是人口负增长。在这个背景下，产业结构、需求结构、收入分配结构等等，比比皆是，全是结构

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_33320

