



赵建：寻找中国的最优法定存准率



文/新浪财经意见领袖专栏作家 赵建

为什么美欧日的法定存准率接近零，而有些新兴国家（比如阿根廷）竟高达 40%？中国的存准率应该多少，以便能在稳增长、促改革（金融市场化）、防风险（债务和泡沫）之间达到平衡？

即理论上，应该存在一个所谓的“最优存准率”，在这个三角难题的重心位置，以便解决：第一，维护疫情后得之不易的经济复苏，尤其是降低中小银行，继而中小企业的资金链压力和经营成本；第二，继续促进金融市场化改革，被管制的存款准备金率本身是一种“计划经济”，与市场化方向不符；而且，央行正在推动货币政策工具从数量型向价格型转变，法定存准是典型的数量工具；第三，继续整治房地产泡沫、过度膨胀的地方债务，在去年飙升的杠杆率上稳定杠杆，同时保持货币市场的流动性不发生系统性风险。

那么究竟是发达国家的接近于 0，还是新兴国家的 10—20%？这既要考虑中国特殊的经济金融现实，又要考虑不一样的初始条件，这是一个在边际上不断进行动态调整的过程。不过，跟当前大家预测的利率中枢不断走低相似，当前中国的法定存准率是偏高了，未来一段时间可能还存在 3%—5% 的下降空间。

除了作为刺激内循环需求的一种货币政策工具，这个数值的确定需考虑三个中国国情的独特变化：一是过去由于外储过快增长造成基础货币超发的情形早已经不在，央行没有必要继续通过法定存准锁定流动性；二是

中国的央行资产负债表并不想过度臃肿，降准有助于资产负债表“保持身材”，有助于央行自己降杠杆；三是要考虑到央行未来货币政策的转型框架，即工具从数量型转到价格型。存准是最主要的数量型工具。

很显然，一方面银行大量的头寸被法定存准锁定，另一方面又不得不以较高的利率通过 OMO、MLF、SLF 等再贷款方式从央行借款。这种央行-银行间的资产负债扭曲，显然与当前的金融市场化与价格型工具取代数量型的改革方向不一致。强行缴存法定存准，从理论上可以看作是一种计划经济和行政干预行为。

但就当前的国内外经济形势看，此次全面降准也让人有点意想不到，原因一是中国经济虽然复苏反弹力度有所衰弱，但并没有到需要降准下猛药的地步。原因二是大宗商品价格上涨压力依然很大，房价仍然存在较大的泡沫压力。在这种情况下降准，节奏进行的似乎有点快。

而且，更加让人惊奇的是，在美欧开始谈论 taper（退出宽松），一些新兴国家都顶不住开始加息的时候，中国货币政策却逆风而行降准，这种与全球货币政策周期的错位，会不会造成物价和金融市场的大波动（上一次错位出现了股灾、汇灾等问题）。这个问题我在一个月前的半年宏观经济形势研判中已经提到，那就是去年全球松的时候，中国率先紧；现在又是相反的节奏。这个现象在 2014 年发生过。当时美联储开始考虑停止 QE，但是中国却开启了降息降准的进程。

中国与美国货币政策错位，其实体现了全球以美元为主的国际货币运

行体系的深层次问题。每次美元宽松，刺激的需求效应却首先传导到中国的外循环上，以至于去年有美联储官员批评美国的货币政策是为了中国的经济复苏。因此每当美元宽松，中国经济就由外部需求拉起来，经济和货币会双重扩张，迫使中国央行只能逆向调节。相反，当美联储准备 taper 的时候，率先反应的竟不是美国自己，而是中国以及其它新兴国家。

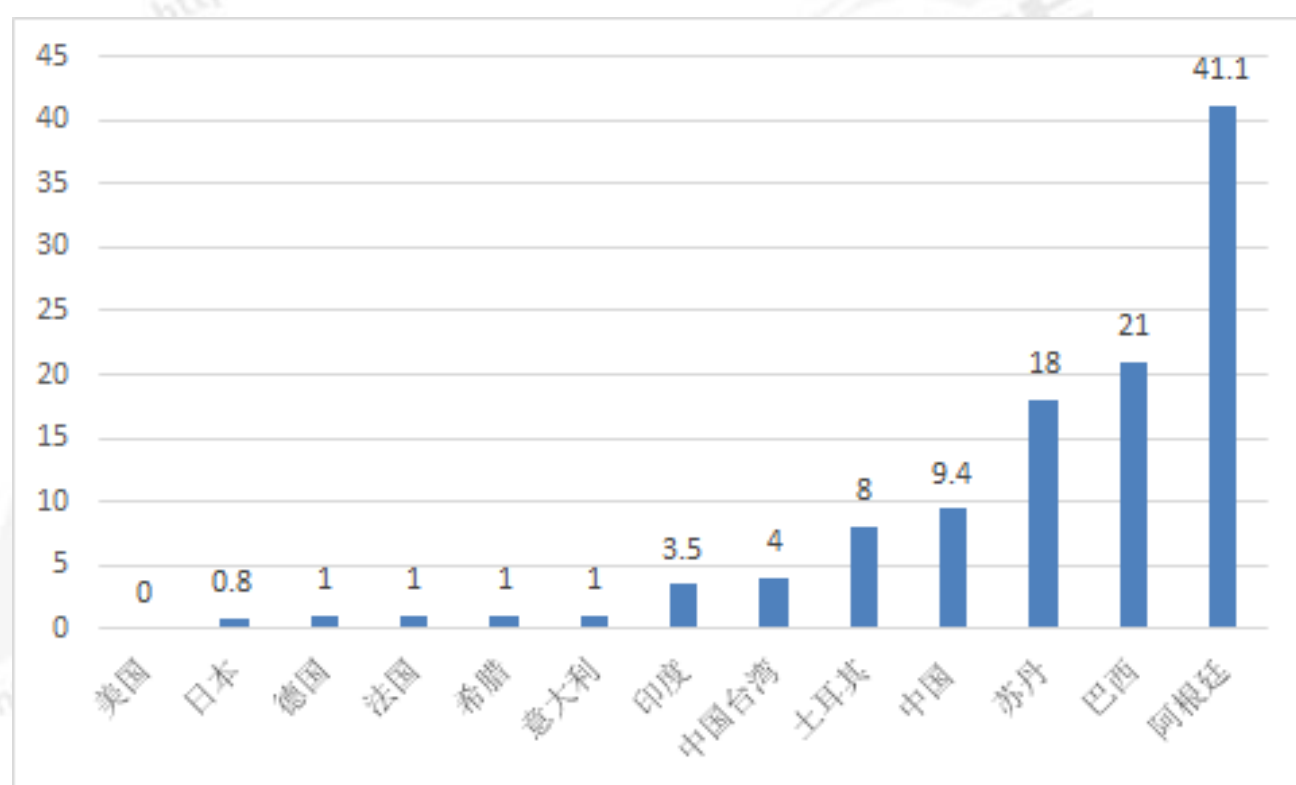
这是中国作为“经济大国、货币小国”的尴尬之处，也是美元作为货币政策的主权性与作为世界货币超主权性的悖论。美元悖论是当前国际货币体系的难题。中国此次降准及货币政策错位，在很大程度上也是这个难题引致的一种后果。其实三月份货币市场已经开始放松，六月份存款基准加点的变相降低利息，都是中国货币政策放松周期的开始。

总的来说就是，央行在重寻中国的最优法定存准率。这个数值的确定需要在“稳增长、促改革与防风险”之间做出平衡。这需要我们深刻认识到中国存准率过高的结构性问题，从更深层次理解本次降准的涵义：

1、双循环二元结构的转换角度。疫情危机后，全球货币再次大宽松，而且力度历史空前，成功“赎买”到了需求的复苏，在全球供给只有中国基本恢复的情况下，为中国的“外循环”创造了良好的大环境，创造了内循环稳增长压力较弱的“黄金窗口期”。然而随着国外疫情得到控制，尤其是群体免疫的逐渐实现，全球供应链逐步恢复，经济增长的引擎可能要重新回到内循环系统，此时放松货币政策，降低经济韧性和增长质量最高的中小企业运营成本，就成为内循环稳增长的关键。

实际上,从存款基准利率改为基准加点并变相降低银行负债成本开始,政策层就开始为强化内循环动力做准备,宽松周期已经逐渐酝酿。此次降准,将锁定在银行表上的流动性释放出来,为内循环系统增加“润滑剂”,本质上就是为双循环系统重新从外向内做准备。

2、金融发展与金融抑制的角度。过高的法定存准本质上是一种“金融抑制”。中国10%左右的法定存准率已经远超其他国家,美欧日的法定存准率或者为零,或者接近于零。因为这些货币大宽松的国家,巴不得银行赶紧将准备金用出去,怎么还可能用法定存准锁住呢?日本、欧洲几个国家为了将过多的超储赶到市场中,还动用了负利率手段。然而我们观察到的是,经济和金融体系越是不发达,法定存准率越高,比如拉美等国有的到40%。这其实就是麦金农所称的“金融抑制”。



各国法定存款准备金率 (%)

3、金融市场化改革的角度。降低存准率本质上是一种金融市场化行为。法定准备金对商业银行来说，本身是一种无效或低效资产，是计划经济的一种表现，与当前的金融市场、利率市场化大方向不匹配。在降准之前，央行做了两件事，一是贷款定价体系大转换，用 LPR 加点的方式，替代原先的基准按比例上下浮动的方式，无疑增加了定价的市场化水平。二是存款定价方式的变革，从存款基准利率上下浮动，变为基准加点。这些都属于利率市场化最后一公里的改革，或者进行了二十年的利率市场化改革的“最后一步”。

4、央行资产负债表管理的角度。一方面银行大量的头寸以准备金这样的低收益资产（利率只有大约 1.62%左右），被强制存放在央行，另一方面有流动性压力的商业银行却要以 3%左右的成本从央行以 MLF 等形式再贷款，这无疑是央行-商行之间资产负债结构的一种扭曲。银行的流动性成本被迫提高了，那么给实体经济的信贷成本也肯定会向上抬升，这无疑加剧了经济紧缩的力量。另外，此次降准也有重要的被动因素在里面，即未来

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_33323

