



管涛：小幅降准释放稳增长 适时加力的政策信号



意见领袖 | 管涛

4月15日晚，央行一纸公告，让4月13日国务院常务会议引爆的市场降准预期终于落地。那么，这次为什么不是降息而是降准呢？又为什么不是常规的50个基点而只是25个基点的降准呢？



这次为什么不是全面降息呢？

今年以来，俄乌冲突爆发、国内疫情多点散发，令中国经济平稳运行遭遇强“逆风”。这是去年底中央经济工作会议和今年初政府工作报告都未曾充分估计甚至预计到的冲击。今年3月底以来，中国政府稳增长的紧迫感不断增强。

4月6日国常会指出，在国内外环境复杂性不确定性加剧、有的超出预期的背景下，世界经济复苏放缓，全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，市场主体困难明显增加，经济循环畅通遇到一些制约，新的下行压力进一步加大。

3月29日国常会除指出国内发展面临新挑战，经济下行压力进一步加大外，还强调一季度、上半年保持经济平稳运行，对实现全年目标至关重要，要求抓紧落实中央经济工作会议精神和政府工作报告举措，咬定目标不放松，把稳增长放在更加突出的位置。

4月7日总理经济形势专家和企业座谈会表示，当前世界局势复杂演变，国内疫情近期多发，有些突发因素超出预期，对经济平稳运行带来更大不确定性和挑战。同时，强调要统筹疫情防控和经济社会发展，主动作为、应变克难，着力稳增长，保持经济运行在合理区间主要是稳就业、稳物价。政策举措要靠前发力、适时加力，已出台的要尽快落实到位，明确拟推出的尽量提前，同时研究准备新的预案。

4月13日国常会进一步明确提出，针对当前形势变化，鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率，适时运用降准等货币政策工具，推动银行增强信贷投放能力，进一步加大金融对实体经济特别是受疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户的支持力度，向实体经济合理让利，降低企业综合融资成本。

面对新情况新问题，财政政策主要是根据今年全国两会审议通过的财

政预算草案,按照 2.8%左右的赤字率安排,保持支出强度、加快支出进度,如留抵退税资金尽早进到市场主体账上、地方政府专项债加快发行、重大项目建设尽快落地等。

相对而言,货币政策比较灵活。如 2020 年初新冠疫情暴发后,1 月底起央行就进入抗疫模式,降准降息、结构工具全力支持防疫和企业复工复产,到 4 月份将市场利率推至近年来甚至史上的新低。财政政策直到 5 月底全国两会召开后才确定不低于 3.6%的赤字率目标,1 万亿元特别国债、3.75 万亿元地方政府专项债发行的大盘子。而 5 月份开始,抗疫金融支持政策到期自然退出,财政货币政策的严重错位导致 2020 年下半年市场利率逐步走高。再如,去年 7 月 30 日中央政治局会议重提做好跨周期调节,去年底中央经济工作会议提出稳住宏观经济大盘。结果,去年下半年央行两次全面降准,新年伊始又是一次全面降息。

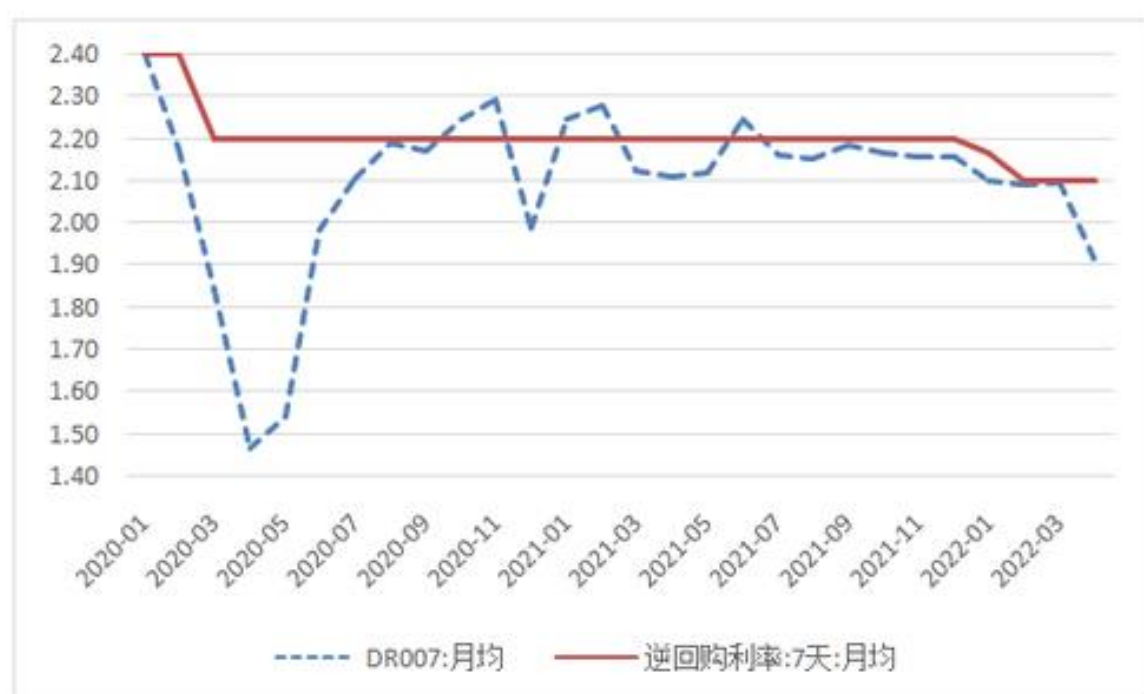
现在面对稳增长遭遇的“逆风”,货币政策也很好体现了政策靠前发力、适时加力。4 月 6 日国常会就提出设立科技创新和普惠养老两项专项再贷款,人民银行对贷款本金分别提供 60%、100%的再贷款支持。这次全面降息,更是动用到了总量工具。

全面降准和降息都是总量工具,货币政策宽松的信号要强于结构性货币政策工具。比较而言,全面降息的降成本作用更加直接,而降准的传导链条相对较长。降准,一是通过增加金融机构长期稳定资金来源,降低金融机构资金成本,再通过金融机构传导促进降低社会综合融资成本;二是

通过提高货币乘数，改善市场流动性，引导市场利率走低。但是，这种传导存在较多不确定不稳定因素。

这次货币政策加力之所以没有动用降息工具，应该是因为当前银行体系流动性比较充裕，而非出于资本外流、汇率贬值的担忧。4月初至15日，日均DR007为1.91%，较上月日均水平回落了19个基点，且低于同期7天逆回购利率19个基点（见图1）。可见，银行体系不缺钱，缺的是有效需求。

图1：月均存款类机构质押式回购加权利率（DR007）和7天逆回购利率
（单位：%）



资料来源：中国货币网；中国人民银行；WIND；中银证券

注：2022年4月数据为月初至4月15日平均值。

针对大家对于中美货币政策分化，中美利差快速收敛甚至倒挂，可能掣肘央行货币政策的担忧，日前在一季度金融统计数据新闻发布会上，央行有关部门负责人再次重申了“以我为主”的立场。即主要根据国内经济形势把握好稳健货币政策实施的力度和节奏，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的功能。通俗地讲，就是继续坚持利率政策负责对内平衡、汇率政策负责对外平衡。当然，也要密切监测国际宏观经济金融形势，及时拟定预案，稳妥应对外部环境变化的冲击。

资本外流、汇率贬值并非当前的主要矛盾。今年 2、3 月份外资阶段性减持人民币资产，但人民币汇率走势却依然坚挺。2、3 月份，债券通项下，外资分别净减持人民币债券 803 亿和 1125 亿元，其中各月分别减持人民币国债 354 亿和 514 亿元。同期，陆股通项下，外资分别累计净买入 40 亿和净卖出 451 亿元，4 月初至 15 日转为累计净买入 7.4 亿元（见图 2）。

图 2：债券通和陆股通外资持有人民币资产变动及中美利差

(单位：亿元人民币；个基点)

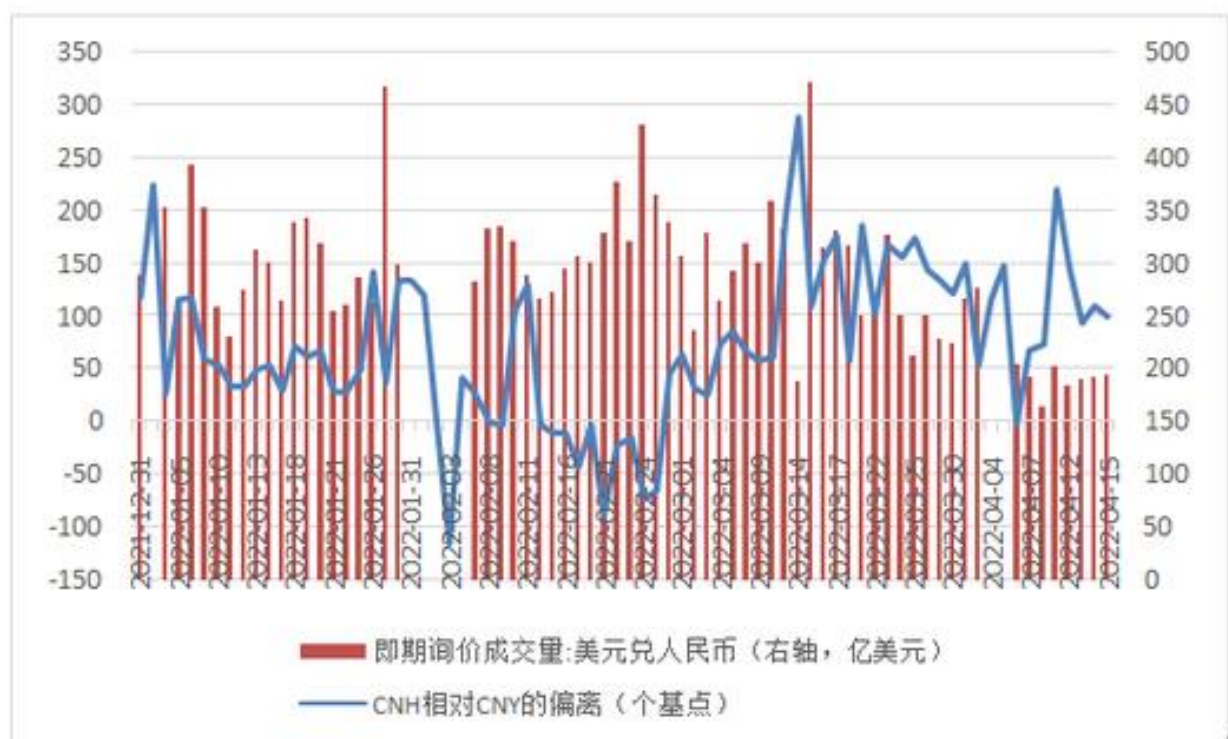


资料来源：中债登；上清所；美联储；WIND；中银证券

外汇市场却是另一番风景。截至 4 月 15 日，ICE 美元指数较 2 月 23 日（俄乌冲突爆发前夕）升值 4.4%。同期，境内人民币汇率中间价和收盘价分别下跌 0.9% 和 0.8%，万得人民币汇率预估指数上涨 2.0%。4 月初至 15 日，虽然离岸人民币汇率相对在岸人民币汇率总体仍在偏贬值方向，日均境内外差价 102 个基点，但环比回落 15%。同期，日均境内银行间市场即期询价外汇交易成交额 201 亿美元，环比回落 30%。预计，当月境内外汇供求缺口有望进一步收敛（见图 3）。

图 3：境内外汇率差价及境内银行间市场即期询价外汇成交量

(单位：个基点；亿美元)



资料来源：ICAP；中国货币网；WIND；中银证券。

有人提出，美国目标联邦基金利率或是中国 7 天逆回购利率（现为 2.10%）的下限。这种说法值得商榷。在完成存贷款利率市场化改革之前，存贷款基准利率是中国非常重要的政策性利率。人民币存款利率调整最后

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_40507

