



## 內地“降准”有利穩增長

巴晴  
經濟研究員  
Tel:28266775  
qba@bochk.com

中國人民銀行決定，自2016年3月1日起，普遍下調金融機構人民幣存款準備金率0.5個百分點，以保持金融體系流動性合理充裕。在G20會議結束，兩會召開前夕，央行推出降准措施，表明穩增長和防風險逐步成為貨幣政策主要目標。預計本次降准釋放流動性約7000億元，所釋出的流動性規模較近期短期公開市場操作和中期借貸便利工具為少，但在期限配比及資金效率等方面，更有利於保持經濟金融穩定運行。此次降准符合我們1月份時所作預判。預計未來一階段降息較降准幾率仍低，2016年上半年仍有機會再次降準，全年降準幅度約2個百分點。

前段時間，人民幣匯率貶值預期對內地貨幣政策形成一定外部約束，相機抉擇下，內地央行將穩定匯率作為階段性的主要政策目標。2015年四季度美聯儲加息週期啟動，降息或大規模的流動性釋放對人民幣匯率形成壓力，為保持匯率穩定，近兩個月以來，央行主要以公開市場操作和MLF、SLO等方式，替代降准，緩衝國內銀行間流動性緊張局面，配合人民幣匯率及美國加息趨勢。在一月份內地央行春節前流動性管理座談會上，央行曾明確表示，在“保持銀行體系流動性的合理充裕的同時，要關注到流動性太過寬鬆會對人民幣匯率造成比較大的壓力，形成負面衝擊，並認為”降准的政策信號過於強，可以用其他工具來替代，補充流動性。”

就實際操作情況看，2016年春節前夕，中國人民銀行基本上運用了包括逆回購、MLF、SLO、PSL等貨幣工具向注入了約2萬億人民幣左右的流動性，並通過降低中期借貸便利(MFL)的利率，引導融資成本下行，表明當時的匯率貶值預期對貨幣政策形成一定外部約束，央行在匯率與利率政策權衡中，階段性地將穩定匯率

**聲明：**  
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

作為主要政策目標。

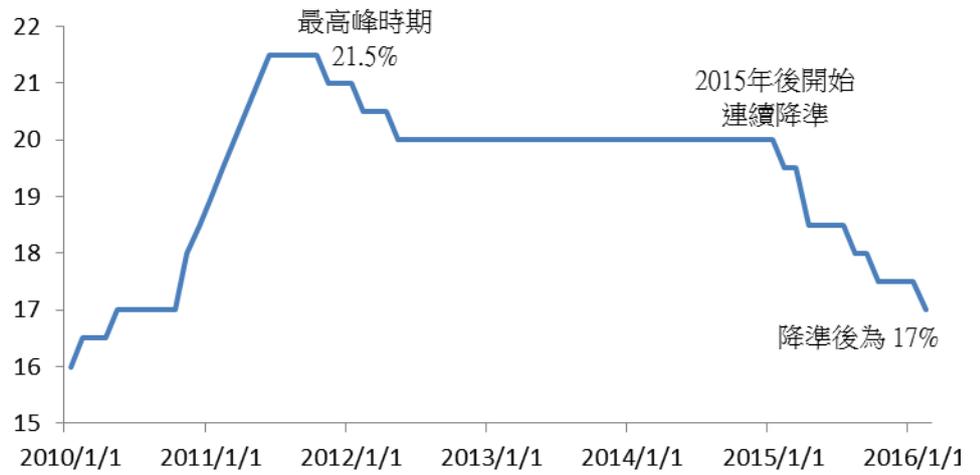
中長期而言，外匯儲備減少，外匯占款流失造成流動性缺口長期存在，依靠短期貨幣政策工具進行滾動操作保證資金面的平衡，並非長久之計。MLF，SLO等工具有期限壓力，日後需要不斷滾動增加流動性，而降准作為對沖資金外流壓力的主要工具，可一次性增加資金量，政策效果存在明顯差異。預計本次降准釋放流動性約7000億元，雖然所釋出的流動性規模較近期短期公開市場操作和中期借貸便利工具為少，但在期限配比及資金效率等方面，有本質不同，更有利於保持經濟金融穩定運行，進一步降低融資成本。

在G20會議結束，兩會召開前夕，央行推出降准措施，顯示出穩增長和防風險逐漸擺在貨幣政策多目標中最重要位置，也再一次印證了央行周小川行長在G20會議上所表示的“中國央行的貨幣政策處於穩健略偏寬鬆的狀態，還要不斷觀察適時動態調整”的主要政策思路。

目前國內經濟下行壓力有所增加。從央行角度，既希望銀行積極放貸又需要防止信貸衝動太強，引發系統性的金融風險。2016年1月份，新增社會融資當月規模為34,200億元人民幣，同比上漲67.1%、環比上漲88.4%，新增人民幣貸款達25,100億元人民幣，同比上漲70.7%。月度新增人民幣貸款創歷史新高，顯示政府選擇寬鬆的流動性環境為供給側結構性改革營造條件。同時，央行也可能會進行一些微調，以滿足宏觀審慎監管原則的需要，包括結合利用各種短期工具進行相機抉擇；對信貸過快的銀行可能採取動態調整準備金率的方式進行調整，在釋放流動性支援經濟增長的同時，也避免導致信貸失控。

同樣作為穩增長貨幣政策工具，降息較降准幾率仍低。降息對降低社會融資成本具有直接作用，但是釋放信號相對強烈。自人民幣匯改以後，中美利差已開始收窄，進一步降息有可能令匯率承受進一步貶值壓力並加劇資本外流。而目前內地存款準備金率17%，仍有較大的操作空間。考慮到降準是彌補基礎貨幣供應，對沖外匯占款減少的主要手段，預計2016年上半年仍有機會再次降準，全年降準幅度約2個百分點。

### China's RRR since 2010 (%)



資料來源：Bloomberg, BOCHK