



对当前存款准备金率的几点认识

要点：

- 我们认为在当前经常账户渐趋平衡，人民币汇率双向波动态势初步形成的背景下，再维持 20% 的高存款准备金率已属较为严厉的货币政策。为应对当前的经济下行态势和实体经济日益高企的资金成本，建议人民银行灵活应对，下调存款准备金率，增加商业银行的可贷资金，减轻商业银行的经营负担，从资金的源头着手降低成本，缓解全社会的资金紧张局面，同时也为日后经济繁荣时期存款准备金率的使用留下更大的空间，避免存准率成为只能下调不能上调的僵化的货币政策工具。在当前的形势下，下调存准率不会导致货币供应泛滥，不会阻碍结构调整，反而会促进社会形成正向预期，加大前景乐观度，强化加快转型和结构调整的信心。

金融研究总监：詹向阳

国内宏观经济研究团队：

樊志刚 赵幼力 王小娥 朱妮
杨 苒 李露 孙含越

执笔：樊志刚 赵幼力

youli.zhao@icbc.com.cn

相关研究：

2014/5/19 《微刺激政策下经济难言企稳 新国九条夯实资本市场基础——2014 年 5 月国内经济、金融动态月报》

2014/5/12 《当前中国经济增长面临五大转变》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

目 录

一、当前存款准备金率水平偏高.....2

二、当前存款准备金率几无上调空间.....3

三、下一阶段中国宏观政策调整预测和经济走势展望.....3

四、建议在当前经济形势下及时下调存款准备金率..... 5

图目录

图 1 2000 年以来存款准备金率走势图.....2

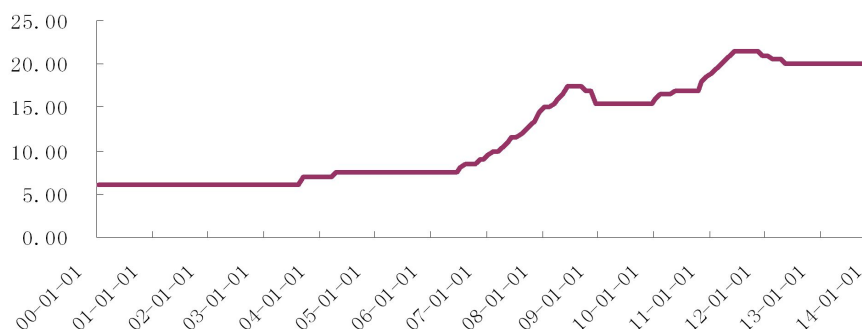
图 2 2006 年以来存款准备金率和月度新增外汇储备对比图.....3



2014 年以来, 中国经济下行压力有所加大, 投资、消费、出口“三驾马车”均有不同程度的下滑, 有的还创下近年来的历史新低。在这样的背景下, 也引发了关于该不该下调存款准备金率的大讨论, 赞成者认为在通胀压力不大的情况下, 下调存款准备金率有助于防范经济失速和金融风险。反对者则认为当前就业市场并未出现危机, 降准信号意义实在过强, 尤其在新一届政府“区间管理”的调控思路下, 急于降准容易受到市场的误读, 被认为在压力之下又回到投放货币的老路上, 不利于维护政府的权威。

目前中国的存款准备金率分为大型金融机构和中小金融机构两套标准, 大型金融机构执行的是 20% 的存准率, 中小金融机构则为 16.5%。以大型金融机构为例回顾存款准备金率的调整历史。2000 年的时候, 中国的存款准备金率还位于 6% 的低位, 随着中国进入新一轮的景气周期, 存款准备金率也稳步上调, 直到 2008 年 6 月, 国际金融危机已经初现端倪, 但中国政府仍在致力于应对经济过热, 在 6 月不到一个月的时间里两次上调存款准备金率至 17.5%。2008 年 9 月, 国际金融危机来势汹汹, 沿海地区出现农民工返乡潮, 中国人民银行在 9 月开始下调存款准备金率。金融危机期间, 存款准备金率累计下调两个百分点, 至 2009 年 12 月末的 15.5%。2010 年开始, 受 4 万亿投资政策和天量货币投放的刺激, 中国经济快速进入景气周期, 存款准备金率再度进入上行通道, 一度上调至 2011 年底的 21.5%。2012 年以来, 中国开始进入“三期叠加”, 即增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期, 新一届政府创新使用“底线思维、区间管理”的宏观调控新思路。在宏观调控的操作上, 慎用大规模的财政手段刺激经济增长, 在货币政策手段上慎用扩张手段, 而是使用一些局部的、结构性的“微刺激”。在宏观经济的表现中, 中国经济出现了阶段性的放缓, 年初经济颓势明显, 政府于年中出台一些微刺激的措施, 下半年经济出现企稳反弹。中国经济似乎新出现了一种年内周期: 月环比工业增加值往往在上半年触底, 而后在下半年反弹, 之后再度开始走软。但经济增速仍能保持在 7.5% 左右的区间水平内。在上述的宏观调控思路的指导下和宏观经济形势的约束下, 新一届政府再也没有动用过存款准备金率这一货币政策工具, 保持在 20% 的水平上, 最后一次存款准备金率的变动是上一届政府于 2012 年 5 月下调存款准备金率 0.5 个百分点 (见图 1)。

图 1 2000 年以来存款准备金率走势图



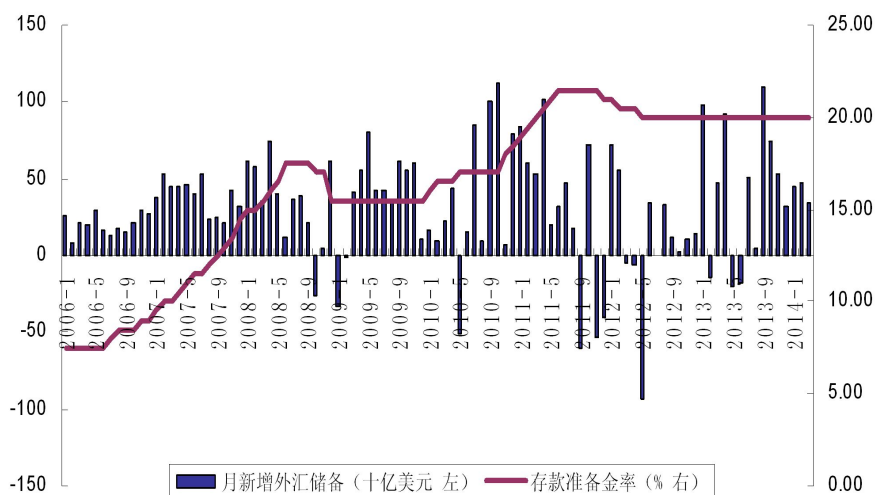
来源：WIND。下同。

一、当前存款准备金率水平偏高

给定一个存款准备金率，各商业银行每旬按照这个比例，计算应上缴存款准备金，多退少补，这是一个动态且长期执行的过程。所以衡量货币政策的松紧不仅仅是看央行上调还是下调存款准备金率，还应该考虑到当前存款准备金率的绝对水平。20%的存款准备金率的绝对水平意味着大型商业银行吸收的存款中，需要上缴五分之一，剩下的五分之四才可以使用。教科书里曾把存款准备金率调整视为一剂猛药，放眼全世界，也没有哪个国家的存款准备金率有中国如此之高。一种解释是，中国因为巨额的贸易顺差，面临着人民币升值的压力，所以央行被动投放了大量的基础货币来购买过剩的美元。既然如此。高存款准备金率是用来回收被动投放的货币，因此具有一定的合理性。这样的解释在几年前是说的通的。但是时至今日，中国经常项目的顺差已较前些年有明显回落，2013 年经常项目顺差为 1828 亿美元，2006 至 2010 年的平均水平约为 3000 亿美元。与此同时，我国对外投资增速加快，规模扩大，2013 年达到 900 多亿美元。算上金融项目的顺差，两者合计值在 2013 年为 5090 亿人民币，较 2007 至 2011 年 4552 亿人民币的平均水平略有提升。2014 年以来，人民币出现贬值压力，至今已贬值 3%，每月新增外汇储备与 2007 年以来的水平基本持平（除了 2012 年），对冲的压力并没有明显上升。在对冲压力没有明显上升的情况下，存款准备金率从 2006 年的 7.5% 一再上调至现在的 20%，意味着以存款准备金率为代表的货币政策是越来越紧了。



图 2 2006 年以来存款准备金率和月度新增外汇储备对比图



二、当前存款准备金率几无上调空间

从存款准备金率的调整历史看来，由于中国经济在 2000 年以来总体处于上行的进程中，所以存款准备金率的上调次数远远大于下调的次数，呈现出走两步退一步的状况。在当前 20% 的高水位上，而且经常账户渐趋平衡，存款准备金作为资金水库容量已近饱和，几无上调的可能。这意味着存款准备金率这一货币政策工具只能应对经济下行的态势，难以应对经济上行的态势，政策工具的灵活性大打折扣，当下一步经济走出下行转为上行周期时，央行将无法利用存准率来调整货币供应量。唯有在当前经济下行的情况下，及时下调存款准备金率，才能为今后的政策释放出执行空间，一旦经济开始上行，存款准备金率还有上调的余地，以达到回收流动性的效果。

三、当前存准率加大商业银行经营困难，加剧社会资金紧张局面

目前，人们多从两方面来判断资金供求状况，分别是 M2 增速和银行间市场的利率，进入 2014 年，银行间市场流动性紧张局面得到阶段性缓解，4 月底 M2 同比增长 13.2%，因此得出我国资金供应不紧的结论。实际情况并不尽然。银行间市场并不能全面反映社会资金供求状况，只和银行提供的资金结构配置有关，总量足，银行间市场可能紧；总量少，银行间市场也可能松。在当前的考核体系下，商业银行存在季末冲时点的现象，而

且20%的存款已作为存款准备金上缴，不能运用于实体经济，却也被统计进入货币供应量，所以M2中有虚高的成分。所以，近年来社会流动性常常出现宏观数据和微观主体感受不完全一致的情况，我们更应该关注微观主体的感受和资金价格的变动趋势。目前，社会主体普遍感觉资金短缺，贷款利率也出现上涨。从贷款利率浮动情况看，一季度执行下浮、基准利率的贷款占比有所下降，执行上浮利率的贷款占比上升。3月，一般贷款中执行下浮、基准利率的贷款占比分别为8.35%和21.40%，比去年12月分别下降4.12个和2.72个百分点；执行上浮利率的贷款占比为70.25%，比去年12月上升6.84个百分点。在资金供求关系更为敏感的民间资金市场，资金紧缺更为明显。民间资金市场利率已达相当高度，甚至已经出现了惜贷现象。

作为中国资金最大的供应者大型商业银行，在20%的存款准备金率的强制要求下，需要上缴存款的五分之一于人民银行，只有五分之四的资金可以使用。人民币法定存款准备金利率为1.62%，低于银行间市场2%以上的隔夜回购利率，低于3%的存款利率，更是远低于动辄6-7%的理财产品的收益率。这意味着，商业银行五分之一的资金以远低于成本的价格运用出去，亏损情况严重，这必然要求剩下五分之四的资金要用更高的价格使用出去进行补偿。前些年，商业银行存款的高速增长和稳定的高利差水平，使得存款准备金率的缴存成本容易消化。2013年以来，这样的条件不复存在，商业银行受到利率市场化和互联网金融发展的双重挤压，存款尤其是储蓄存款增速下降，推进利率市场化导致净利息收益率有所收窄，资金紧张压力下资金来源竞争激烈，冲击我国低利率的基础——活期存款，“宝宝们”开始分流商业银行的活期存款。在这样的背景下，商业银行成本全面上升，盈利增长速度明显下降，提高资金运用收益率的需求更加迫切。近期商业银行陆续取消个贷首套房利率优惠，更多地是出于盈利压力的考虑，而非对房地产市场的担忧，再维持首套房的优惠利率将难以应对日益上升的融资成本。

从全社会的层面看，则表现为资金成本全面上升，系统性风险加大。央行副行长刘士余在清华五道口的全球金融论坛中表达了对当前资金成本高企的担忧，他说：“公众拿钱到一家银行购买8%的理财产品，这家银行再加三个点，11%走通道，通道的特权机构再加三个点，就进入实体，14%左右，这还算不错的成本。但这种层层加水，每个环节都扒皮加码的做法直接抬高了实体经济的成本。”央行属于资金供应的源头，在央行



向商业银行投放资金的第一个环节中，如果可以适度下调存款准备金率，给予商业银行更多的可贷资金，这对于降低整个社会的资金成本都是大有裨益的。

四、建议在当前经济形势下及时下调存款准备金率

综上所述，我们认为在当前经常账户渐趋平衡，人民币汇率双向波动态势初步形成的背景下，再维持 20% 的高存款准备金率已属较为严厉的货币政策。为应对当前的经济下行态势和实体经济日益高企的资金成本，建议人民银行灵活应对，下调存款准备金率，增加商业银行的可贷资金，减轻商业银行的经营负担，从资金的源头着手降低成本，缓解全社会的资金紧张局面，同时也为日后经济繁荣时期存款准备金率的使用留下更大的空间，避免存准率成为只能下调不能上调的僵化的货币政策工具。在当前的形势下，下调存准率不会导致货币供应泛滥，不会阻碍结构调整，反而会促进社会形成正向预期，加大前景乐观度，强化加快转型和结构调整的信心。