

为什么通胀越高越需要降准？

——基于费雪方程式的论证

宏观专题报告

2021年07月21日

报告摘要：

● 根据费雪方程式，下半年货币供应量缺口较大

通胀上行推高名义GDP增速，拉大M2缺口。根据费雪方程式： $MV=PY$ ，当货币流通速度保持稳定时，名义国内生产总值PY越大，交易性需求越高，所需要的货币供应量M就越多。央行也多次强调过：要保持M2增速与名义GDP增速相匹配，以达到经济增长、物价稳定、宏观杠杆率稳定的目的，其背后的逻辑就是费雪方程式。

● 主动型通胀需要收紧银根，被动型通胀需要放松银根

根据费雪方程式 $MV=PY$ ，对于传统的主动型通胀来说，需要收紧银根，降低货币供应量 M 以降低物价 P，09 年四万亿造成的通胀就属于主动型通胀，因此需要加息升准以控制物价。但本轮通胀属于输入型通胀，根源在于海外供给端修复滞后于需求端扩张，不能靠收缩国内需求来解决，相反，由于企业面对物价被动上涨时资金需求加大，需要增加货币投放以满足企业流动性需求（当 P 上升时需要同步增加 M），这种货币投放不代表货币政策转向宽松。

● 靠MLF净投放或压低超储率来保障M2增长的方式不可持续

如欲满足 M2 增长，要么通过 MLF 净投放来增加基础货币，要么通过压低超储率或降准来提高货币乘数。下半年 MLF 到期量很大，继续净投放 MLF 一方面会带来流动性分层问题，另一方面也会面临抵押品不足的问题。压低超储率则会导致银行间市场流动性收紧。因此，填补下半年货币供应量缺口最好的办法就是全面性降准。

● 未来展望：下半年无需再度降准

根据测算，在超储率维持 1.5% 左右、基础货币规模维持 32.5 万亿左右时，在 7 月全面降准之后，货币乘数空间从当前的 7.0 左右上升至 7.3 左右，能够保障 M2 维持 8.5% 左右的增速。假如下半年名义 GDP 没有超预期上行，则无需再度降准。下一次降准窗口期可能会在 2022 年上半年。

● 风险提示：

CPI 大幅反弹、出口增速维持高位、货币流通速度不稳定等。

民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：S0100511010001

电话：(8610) 85127632

邮箱：lifengyjs@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

相关研究

目录

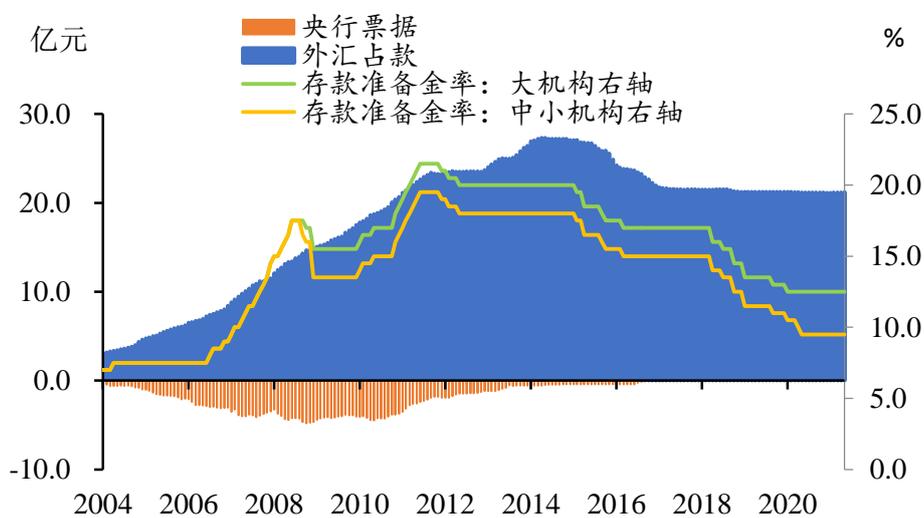
1 保证 M2 增长的三种方式	3
1.1 保证 M2 增长有两大渠道——提高基础货币或增加货币乘数	3
1.2 2014 年以来央行主要靠 MLF 净投放来增加基础货币	3
1.3 欲提高货币乘数，要么压低超储率，要么降准.....	4
2 为什么央行只能选择降准？	5
2.1 根据费雪方程式，下半年货币供应量缺口较大.....	5
2.2 继续净投放 MLF 会导致流动性分层	6
2.3 持续压低超储率会导致银行间市场流动性不足.....	8
2.4 降准既能填补货币供应量缺口，又能降低银行成本.....	9
3 下半年还会再降准一次吗？	10
3.1 为什么要在 7 月份降准？	10
3.2 下半年还需要再降准一次吗？	10
3.3 降准之后会有降息吗？	10
风险提示	11

1 保证 M2 增长的三种方式

1.1 保证 M2 增长有两大渠道——提高基础货币或增加货币乘数

2014 年以前基础货币投放主要靠外汇占款。根据存款派生理论，货币供应量 (M2) = 基础货币 × 货币乘数，如欲保证 M2 增长，要么增加基础货币，要么提高货币乘数。2014 年以前，我国外汇占款持续增加，从 2004 年的 3 万亿元左右增长至 2014 年的 27 万亿元左右，为了抵消外汇占款增加带来的人民币升值压力，央行用人民币购入外汇，被动投放基础货币。为了对冲基础货币迅速增加的影响，央行一方面发行央票收拢货币，另一方面提高准备金率以锁住流动性。因此在 2004 年-2014 年，央行经常采取升准操作，但准备金变动并不意味着货币收紧。

图 1：2014 年以前外汇占款被动投放基础货币，央行升准对冲

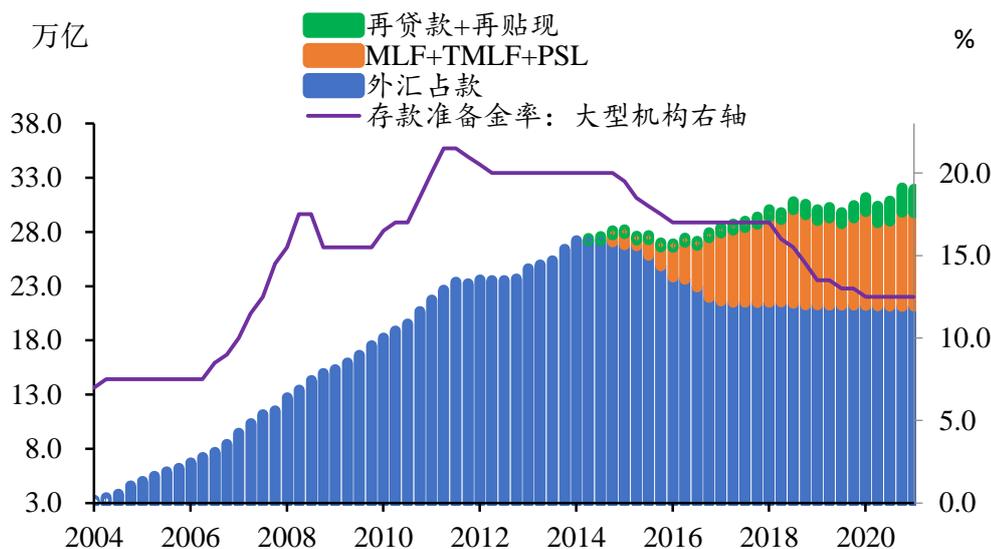


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 2014 年以来央行主要靠 MLF 净投放来增加基础货币

2014 年以来 MLF 代替外汇占款成为基础货币主要投放方式。2014 年-2016 年，由于人民币处于贬值周期，外汇占款下降，为了补充基础货币，央行增加了 MLF 投放，MLF 余额从 2014 年的 5000 亿元增加至 2021 年 6 月的 5.4 万亿元，增长了 10 倍以上。与外汇占款被动投放基础货币的方式相比，MLF 的可控性、可测性、观察性更好，有利于保证我国货币政策独立性。除了 MLF 之外，央行还通过 TMLF、PSL、再贷款、再贴现等方式补充基础货币，但 TMLF 近期已不再续作，PSL 则主要用于支持国民经济重点领域，具有财政属性，且近年来 PSL 余额有所下降。再贷款和再贴现则更多是救急政策。在央行货币政策工具箱中，MLF 是最重要的补充基础货币的方式。

图 2：2014 年以来 MLF 净投放对冲外汇占款收缩



资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 欲提高货币乘数，要么压低超储率，要么降准

提高货币乘数需要压低总准备金率。根据西方经济学理论，货币乘数 = $(1 + \text{现金漏损率}) / (\text{法定存款准备金率} + \text{超额存款准备金率} + \text{现金漏损率})$ ，其中，现金漏损率近几年一直保持稳定，在 2% 左右。因此要想提高货币乘数，需要增加分母端，要么降低法定存款准备金率，要么降低超额存款准备金率（超储率）。当央行选择降准时，通常资金面会相对宽松；当央行选择压低超储率时，通常资金会较为紧张。

图 3：2014 年以来提高货币乘数成为保障 M2 增长主要方式



资料来源：wind，民生证券研究院

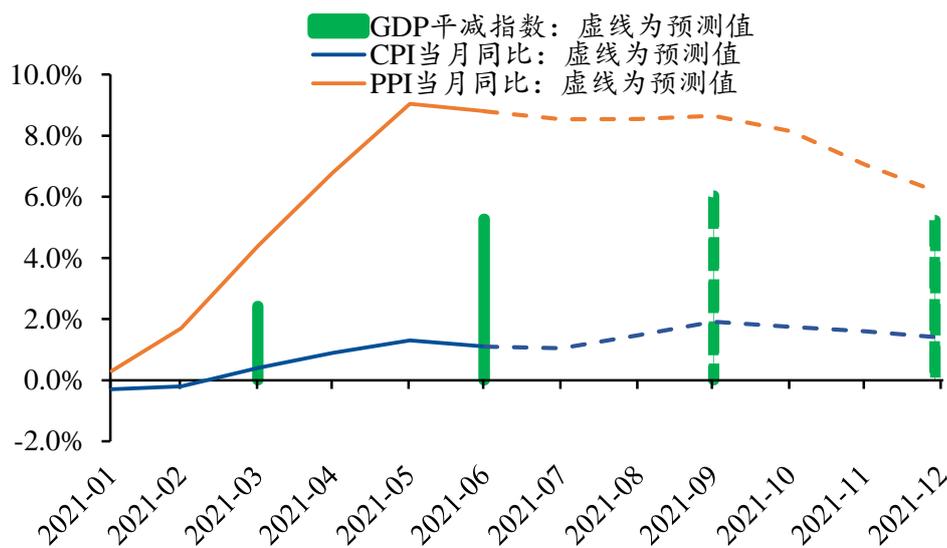
2 为什么央行只能选择降准？

2.1 根据费雪方程式，下半年货币供应量缺口较大

通胀上行推高名义 GDP 增速，拉大 M2 缺口。根据费雪方程式： $MV=PY$ ，当货币流通速度保持稳定时，名义国内生产总值 PY 越大，交易性需求越高，所需要的货币供应量 M 就越多。央行也多次强调过：要保持 M2 增速与名义 GDP 增速相匹配，以达到经济增长、物价稳定、宏观杠杆率稳定的目的，其背后的逻辑就是费雪方程式。

主动型通胀需要收紧银根，被动型通胀需要放松银根。根据费雪方程式 $MV=PY$ ，对于传统的主动型通胀来说，需要收紧银根，降低货币供应量 M 以降低物价 P，09 年四万亿造成的通胀就属于主动型通胀，因此需要加息升准以控制物价。但本轮通胀属于输入型通胀，根源在于海外供给端修复滞后于需求端扩张，不能靠收缩国内需求来解决，相反，由于企业面对物价被动上涨时资金需求加大，需要增加货币投放以满足企业流动性需求（当 P 上升时需要同步增加 M），这种货币投放不代表货币政策转向宽松。

图 4：通胀上行拉高名义 GDP 增速



资料来源：wind，民生证券研究院

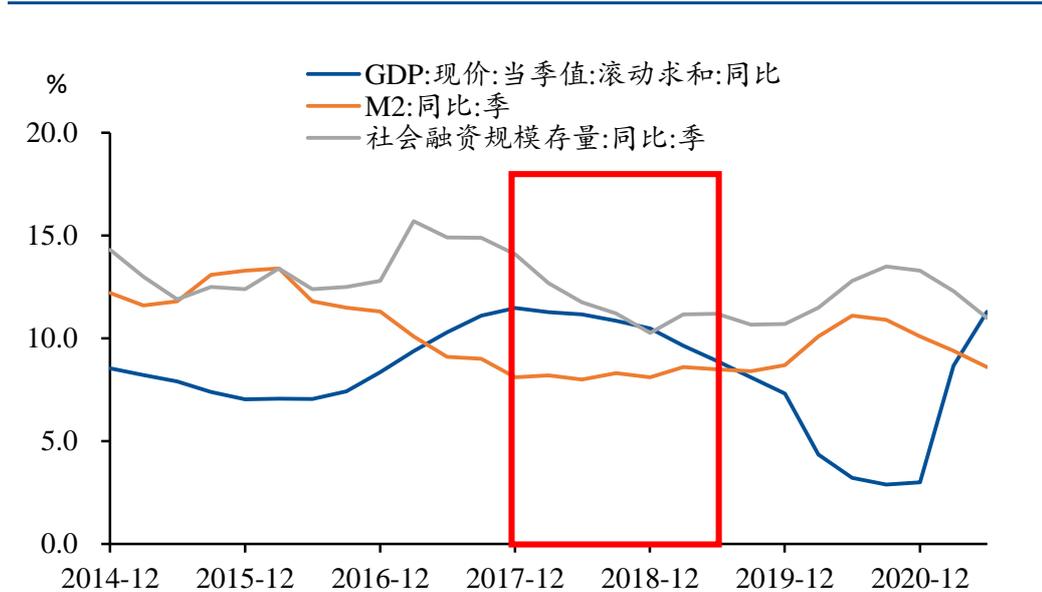
如何理解 M2 增速与名义 GDP 增速相匹配。央行货币政策执行报告对于 M2 增速与名义 GDP 增速匹配有过界定标准，报告认为 2018 年和 2019 年上半年 M2 增速与名义 GDP 增速基本匹配，2019 年下半年 M2 增速略高于名义 GDP 增速。按照央行的界定标准：当 $M2 \text{ 增速} < \text{名义 GDP 增速} < \text{社融增速}$ 时，货币供应量、社融增速、名义 GDP 增速较为匹配。

表 1：货币政策执行报告如何界定 M2 增速与名义 GDP 增速相匹配？

时间	央行的表述	同期 M2、社融与名义 GDP 增速
2018 年三季度	M2 增速趋稳，与名义 GDP 增速大体相当	M2 增速 8.0%、社融增速 11.8%、名义 GDP 增速 10.9%
2018 年四季度	M2 增速趋稳，与名义 GDP 增速大体相当	M2 增速 8.1%、社融增速 10.3%、名义 GDP 增速 10.5%
2019 年一季度	M2 增速与名义 GDP 增长率基本匹配	M2 增速 8.6%、社融增速 11.2%、名义 GDP 增速 9.7%
2019 年二季度	广义货币供应量 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配	M2 增速 8.5%、社融增速 10.6%、名义 GDP 增速 8.9%
2019 年三季度	广义货币供应量 M2 和社会融资规模增速与前三季度国内生产总值名义增速基本匹配并略高，体现了强化逆周期调节	M2 增速 8.4%、社融增速 10.7%、名义 GDP 增速 8.1%
2019 年四季度	广义货币 M2 和社会融资规模增速略高于国内生产总值名义增速	M2 增速 8.7%、社融增速 10.7%、名义 GDP 增速 7.3%

资料来源：民生证券研究院整理

图 5：当名义 GDP 增速介于 M2 增速和社融增速之间时达到匹配值



资料来源：wind，民生证券研究院

2021 年反映潜在产出的名义 GDP 增速或超过 10%。需要更高的 M2 增速。在疫情背景下，央行强调：货币供应量和社会融资规模要同反映潜在产出的名义 GDP 基本匹配。央行测算 2021 年 GDP 潜在增速为 5.7% 左右。在大宗商品涨价的背景下，今年全年反映潜在产出的名义 GDP 增速或在 10.7% 左右，比今年年初市场预期的要高。更高的名义 GDP 会带来更大的货币供应量缺口，因此今年的 M2 增速可能会从之前市场预期的 8% 左右上升至 8.5% 左右。

2.2 继续净投放 MLF 会导致流动性分层

流动性分层和抵押品不足制约 MLF 净投放。中国央行主要向“一级交易商”进行银

行间市场的流动性投放。48 家一级交易商中，银行数量占比高达 96%，非银数量占比仅 4%，这与西方有很大区别。特殊的一级交易商结构使得中国银行间市场的流动性投放分割为“央行-银行”和“银行-非银”两个市场层次，过度使用公开市场操场来增加基础货币会造成流动性分层问题。另一方面，金融机构在申请 M:F 的时候需要抵押 AA 级以上债券，过多投放 MLF 也会面临抵押品不足的困难。今年以来，在 MLF 存量较多的基础上，央行减少了 MLF 的净投放，意在降低流动性分层的问题。

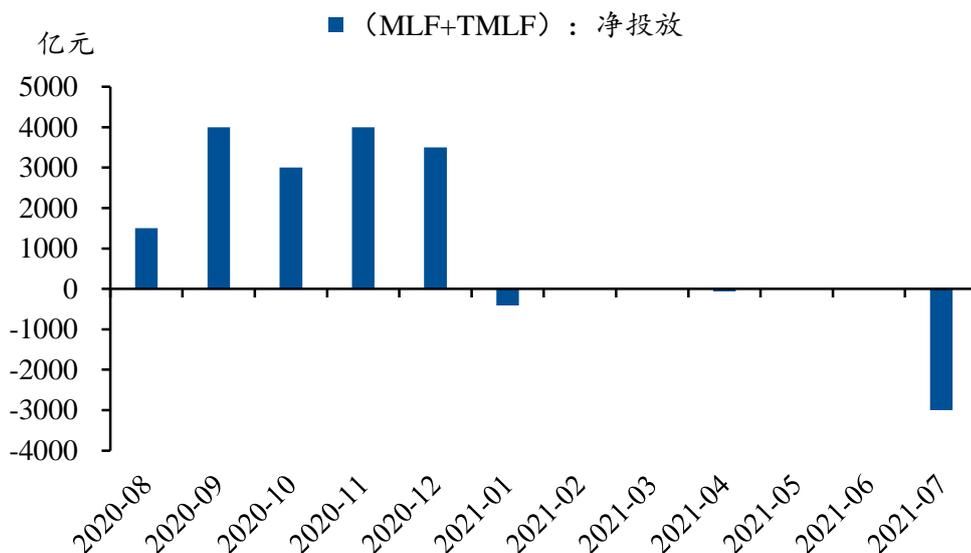
图 6：我国公开市场操作交易对象主要是银行机构

货币当局	公开市场操作对象	流动性投放主要渠道
中国央行	一级交易商：银行占比96%，非银占比4%	央行 → 银行 → 非银 DR007 R007
美联储	一级交易商：银行占比4%，非银占比96%。其他交易对手：100家货币基金、14家政府支持企业、16家银行	 <pre> graph TD A[央行] --> B[银行] A --> C[非银] </pre>
日本央行	一级交易商：银行占比40%，非银占比60%，其他交易对手：符合条件的个人及企业	
欧洲央行	所有满足最低准备金要求的机构	

资料来源：wind，民生证券研究院

为什么 7 月 15 日要开展 1000 亿元 MLF 操作？ 7 月 15 日，央行开展 1000 亿元 MLF 操作，净回笼 3000 亿元，为什么央行要在降准的情况下仍要开展 MLF 操作？这个原因在央行货币政策执行报告中提过：MLF 利率是央行中期政策利率，传达了央行利率调控的信号，且 MLF 期限和操作频率均与 LPR 匹配。也就是说，央行开展 MLF 操作，一方面是想与 LPR 报价频率相匹配（一个月一次），另一方面也是想向市场传达不降息的信号，避免市场过度解读。

图 7：今年以来 MLF+TMLF 净投放缩量



资料来源：wind，民生证券研究院

如果仅靠 MLF 来保障 M2 增长，今年需要净投放 3 万亿元 MLF。假如央行不降准，也不压低超储率，仅靠增加基础货币来保障 M2 增长。如果今年 M2 增速为 8% 左右，那么对应基础货币需要增加 2.5 万亿元以上。考虑到去年推行的包括再贷款、再贴现等临时性货币政策工具逐步退出（这会进一步减少基础货币），需要净投放的 MLF 规模可能会超过 3 万亿元。这么大规模的净投放势必会导致流动性分层问题，同时银行也缺乏足够抵押品去申请 MLF。

2.3 持续压低超储率会导致银行间市场流动性不足

靠压低超储率来保障 M2 增速的方法不可持续。超储率=总准备金率-金融机构加权平均法定准备金率，总准备金率可以通过总准备金/纳入缴准范围的存款来估算，加权平均法定准备金率央行给的数值为 9.4%（2020 年 6 月-2021 年 6 月），用此方法估算的超储率与实际超储率走势基本接近。可以发现，去年下半年以来超储率围绕 1.5% 左右波动，资金面不紧不松。在基础货币与法定准备金率维持稳定的情况下，如果 M2 继续增长，势

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_22314

