

人民银行货币政策重心转向结构性问题

人民银行货币政策框架之一

证券研究报告

2021年09月23日

● 核心结论

2014年前后人民银行货币投放机制有所不同。中央银行的资产负债表：为了使发行的“货币”有价值，中央银行发行货币时，往往需要一个价值“锚”，也就形成了不同的货币发行机制。我国的货币发行机制可以概况如下：2014年以前，由于当时我国经济运行中的一个显著特征，是国际收支持续大额双顺差和外汇储备的积累。人民银行主要通过在市场上买入外汇相应投放基础货币；2014年以后，我国国际收支更趋平衡，人民银行主要通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等工具，向市场投放基础货币。而不论是公开市场操作、MLF还是PSL，它们都是央行对其他存款类公司（银行体系）的债权。

准备金率在货币政策中意义的变化。2014年以前人民银行主要依靠外汇占款来投放基础货币。在资产端增加外汇占款，在负债端增加准备金，整个人民银行的资产负债表快速扩张。人民银行在当时通过提高准备金率、公开市场操作、发行央行票据等方式，进行了大规模的流动性对冲，才使得整个“稀缺准备金”的操作框架没有受到影响。2014年后基础货币投放机制变化的同时人民银行的资产负债表规模增速明显放缓。准备金作为人民银行的一项负债，其数量由人民银行资产负债表的规模与结构影响。当人民银行持续扩张其资产负债表规模意愿下降时，降低存款准备金率成了必然的政策选择。进而，2014年后人民银行进行了十余次降准操作。

货币供应与“金融脱媒”。传统观点认为，广义货币 M2 的变动是基础货币变动通过货币乘数放大而引起的。但事实上，广义货币 M2 增长与央行资产负债表规模、基础货币之间并无固定关联。现实中的广义货币 M2 是由银行通过贷款等信用扩张创造而来，并不依赖基础货币。在金融监管的实践中，中央银行通过存款准备金率等监管指标对银行的信用扩张施加约束。因此，并非央行的准备金越多，存款准备金率越低，广义货币 M2 就会越高。广义货币 M2 的统计范围是银行体系负债端的存款，但银行体系的其他负债项会导致只盯住 M2 其实无法观察到银行体系信用扩张的程度。2006-2008 年以及 2015-2016 年 M2 增速与银行体系总资产增速就存在过差异明显，也就是说出现了“金融脱媒”。

人民银行开始聚焦流动性的结构性问题以提高政策效率。使用 MLF 等工具进行货币投放会导致结构性问题，也即流动性分层并掣肘货币政策效率。疫后人民银行通过结构性工具改善了小银行的流动性环境，预计今后也会在货币增速总量与名义经济增速适配的情况下，更多地在结构方面做文章，引导金融资源流向国民经济重点领域和薄弱环节。

风险提示：对人民银行货币政策框架理解不到位；人民银行货币政策变化超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

联系人



陈宇



18910965322



chenyu@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

一、2014 年前后人民银行货币投放机制有所不同	3
二、准备金率在货币政策中意义的变化	3
三、货币供应与“金融脱媒”	5
四、人民银行开始聚焦流动性的结构性问题以提高政策效率	6
五、风险提示	7

图表目录

图 1：中央银行与银行体系的钩稽关系	3
图 2：2014 年之前人民银行流动性对冲操作	4
图 3：银行体系资产负债表规模 VS 人民银行资产负债表规模	4
图 4：2014 年之后的连续降准操作	5
图 5：M2 同比增速 VS 银行体系总资产同比增速	5
图 6：纳入广义货币的存款占银行体系总资产比例	6
图 7：大、中、小型银行对中央银行负债金额	7
图 8：结构性货币政策工具改善小型银行流动性	7

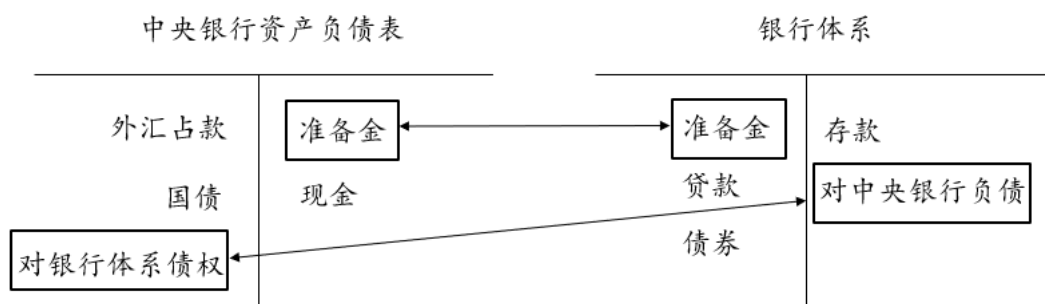
一、2014年前后人民银行货币投放机制有所不同

对于任何一个经济体而言，“货币”的重要性都不言而喻。在一般的理解中，一国的中央银行扮演着“货币”发行人的角色。为了使发行的“货币”有价值，中央银行发行货币时往往需要一个价值“锚”，也就形成了不同的货币发行机制。例如，美联储主要通过在公开市场上买卖国债投放基础货币，支持其发行货币的基础实际上是美国财政的信用。

人民银行曾在2018年第四季度货币政策执行报告中《货币发行机制》专栏中，提到了我国的货币发行机制。总结起来可以概况如下：2014年以前，由于当时我国经济运行中的一个显著特征是国际收支持续大额双顺差和外汇储备的积累。人民银行主要通过市场上买入外汇相应投放基础货币；2014年以后我国国际收支更趋平衡，人民银行主要通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等工具，向市场投放基础货币。不论是公开市场操作、MLF还是PSL，它们都是央行对其他存款类公司（银行体系）的债权。

在货币信用体系中，中央银行的负债（准备金为主）是最高层级的货币，银行之间需要通过它们来进行支付清算；银行的负债（存款为主）则是第二层级的货币，居民及企业之间一般通过存款来进行支付清算。而中央银行的资产负债表与银行体系资产负债表之间则通过准备金来钩稽。而当人民银行在2014年后开始使用对银行体系债权作为基础货币投放方式后，银行体系的负债端对人民银行负债开始大规模增加，使得人民银行有能力通过改变货币政策工具利率的方式在边际上影响银行的成本。这也解释了人民银行在专栏中提到的：“中央银行主动供给和调节流动性的能力进一步增强。我国基础货币发行机制的改变，不仅适应了经济金融发展的新情况、新变化，有效地满足了银行体系创造广义货币的需要，也为加快推进货币政策调控框架从数量型调控为主向价格型调控为主转变创造了条件。”

图1：中央银行与银行体系的钩稽关系



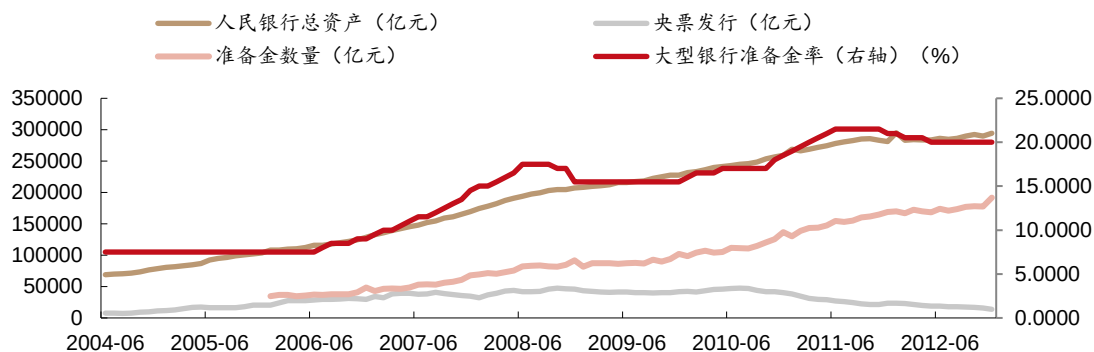
资料来源：西部证券研发中心

二、准备金率在货币政策中意义的变化

在前文中，我们提到人民银行在2014年以前主要依靠外汇占款来投放基础货币。从资产负债表的角

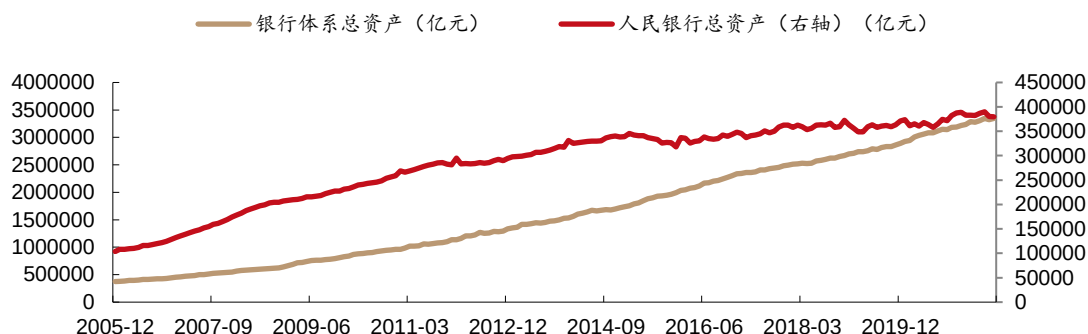
影响。提高准备金率相当于增加了银行对于准备金的需求，而公开市场操作及发行央行票据则是在负债端通过结构调整的方式减少了整个体系内准备金的数量。

图 2：2014 年之前人民银行流动性对冲操作



资料来源：Wind, 西部证券研发中心

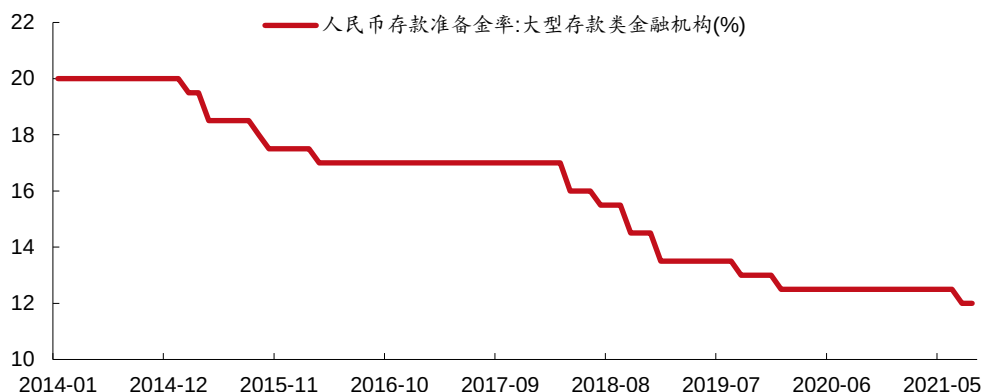
图 3：银行体系资产负债表规模 VS 人民银行资产负债表规模



资料来源：Wind, 西部证券研发中心

随着基础货币投放方式的转变，2014 年后人民银行面对的情况不再是资产负债表的被迫扩张，而是如何保证银行体系对准备金的需求。如上图所示，2014 年后人民银行资产负债表规模扩张速度明显放缓，而银行体系的资产负债表规模增速则保持在与之前相同的水平。这种资产负债表规模增速的差异，使得人民银行必须做出相应操作。准备金作为人民银行的一项负债，其数量由人民银行资产负债表的规模与结构影响。存款准备金率虽为一项金融监管手段，但人民银行也有实践约束。在一定的存款准备金率下，人民银行需按照银行体系规模的增速来扩张自身的资产负债表为银行体系提供相应的准备金。当人民银行持续扩张其资产负债表规模意愿下降时，降低存款准备金率成了必然的政策选择。所以 2014 年后人民银行进行了十余次降准操作。

图4：2014年之后的连续降准操作



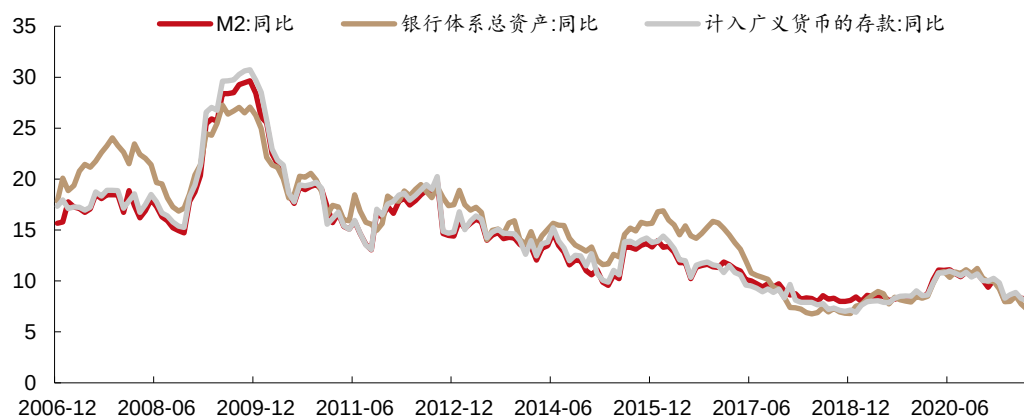
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

三、货币供应与“金融脱媒”

传统观点认为广义货币 M2 的变动是基础货币变动通过货币乘数放大而引起的。人民银行在 2020 年三季度货币政策执行报告中的专栏《正确理解中央银行资产负债表与货币供应的关系》中也讨论过这个问题:“但事实上, 广义货币 M2 增长与央行资产负债表规模、基础货币之间并无固定关联。”

现实中的广义货币 M2 是由银行通过贷款等信用扩张创造而来, 是由银行自主实现的, 并不依赖基础货币。在金融监管的实践中, 中央银行通过存款准备金率等监管指标对银行的信用扩张施加约束。因此, 并非央行准备金越多, 存款准备金率越低, 广义货币 M2 就会越高。比如在专栏里, 人民银行提到“2020 年以来, 中国人民银行主要运用降准和再贷款工具对冲新冠肺炎疫情影响, 但反映在央行资产负债表上, 缩表的降准和扩表的再贷款两者相互抵消, 央行资产负债表规模保持基本稳定, 同时广义货币 M2 和社会融资规模增速明显高于 2019 年。对比主要发达经济体央行资产负债表规模大幅上升, 突出反映了我国保持了正常货币政策且传导顺畅。”

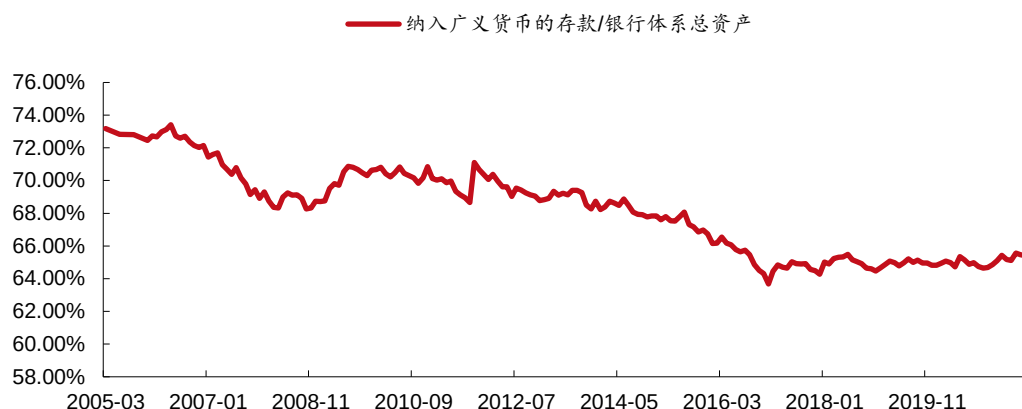
图5: M2 同比增速 VS 银行体系总资产同比增速



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

广义货币 M2 的统计范围是银行体系负债端的存款，但银行体系的其他负债项会导致只盯住 M2 其实无法观察到银行体系信用扩张的程度。如图 5 所示，2006-2008 年以及 2015-2016 年 M2 增速与银行体系总资产增速差异明显，也就是说如果只参考 M2 数据，会低估银行体系信用扩张的程度。2006-2008 年以及 2015-2016 年都发生了存款占银行总资产快速下降的现象，即银行负债端存在其他非存款类负债的快速上升，也就是所谓的“金融脱媒”。

图 6：纳入广义货币的存款占银行体系总资产比例



资料来源：Wind, 西部证券研发中心

四、人民银行开始聚焦流动性的结构性问题以提高政策效率

前文提到，2014 年后人民银行发行基础货币的主要方式是通过增加对银行体系的债权。对于商业银行来说主要获得人民银行债权的方式是通过 MLF 工具（PSL 工具主要针对三家政策性银行）。MLF 工具的余额目前超过 5 万亿元，占人民银行对银行体系债权的比重接近 40%。但是，由于 MLF 工具有对手方与抵押品要求，进而实践中银行体系获得流动性会出现结构性问题。大型及中型银行为主要 MLF 工具的使用者，而小型银行则很难通

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_26812

