



多工具并用的货币政策讨论

中国民生银行

金融市场部规划研究中心

王家庆

Tel: 010-58560666-8759

E-mail: wangjiaqing1cmbc.com.cn

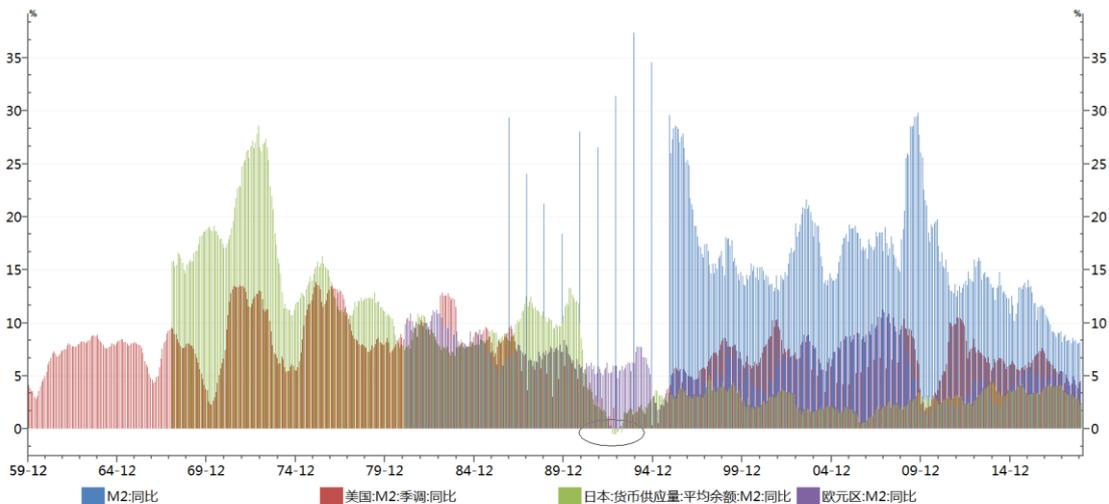
货币政策是逆周期调节政策的重要构成，2018年，货币政策单兵突击被证明效果一般，而如果2019年财政政策更为积极，那么货币政策也要维持相对宽松来予以配合。在实践中，货币政策工具颇多，那么2019年货币政策在实际操作中可能会采取哪些组合？1月23日，人民银行操作对象为符合相关条件并提出申请的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行。操作金额根据有关金融机构2018年四季度小微企业和民营企业贷款增量并结合其需求确定为2575亿元。**第一期TMLF的政策已经落地，这种结构性政策是既有政策的补充，还是总量宽松的前奏？2019年会不会出现更大程度的降准降息，本文尝试做一些梳理。**

一、从基础货币投放角度看货币政策调整的必然

讨论货币政策的调整，主要是基础货币投放的量与价的调整，比如，央行以什么样的价格投放了多大规模的MLF，量和价都是重要的政策信息。但是，我们认为央行的态度是不是发生质的变化，还是要综合多项政策工具的使用情况来看。首先，我们还是想强调整解货币政策的两个基本逻辑：

第一，从量的角度看，在广义货币维持一定增速的需求下，央行每年要向银行体系净供给基础货币，以维持银行体系的信用扩张能力，我们将单位活期存款、单位定期存款和个人存款加总，视为银行体系需要缴准的存款部分（也是广义货币M2的主要构成），2018年末，该指标规模为154万亿元，如果维持8%的增速，明年需要缴准的存款增量就是12.32万亿元，平均法定准备金率按照12.5%计算（大型13.5%，中小11.5%），那么明年银行体系就要增加1.54万亿元的法定准备金缴纳，缴准就要消耗超储，而维持一定的超储率才能时间银行体系资金面的稳定，超储被过度消耗，就会影响银行体系的信贷投放能力。所以央行必然会综合考虑来向银行体系提供这部分资金。下调准备金率，或者综合基础货币的**增加项**（外汇占款增加，逆回购、MLF投放，正回购、央票到期）和**减少项**（外汇占款下降，逆回购、MLF到期，正回购、央票发行）来投放流动性。**所以，维持广义货币适度增长，基础货币的稳定投放是一个必须项。**

图1：从历史看，除日本在1992-1993短暂出现M2负增长以外，主要经济体M2基本保持正向增长



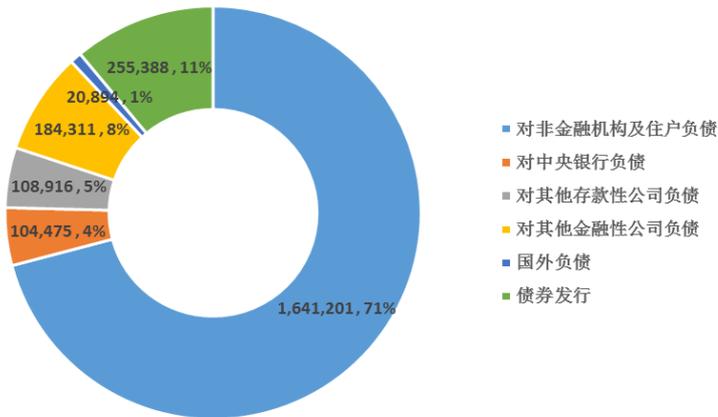
数据来源：Wind

数据来源：wind 资讯

第二，从价格的角度看，近年，随着政策工具的使用频率大幅增加，市场对于政策工具的敏感度在提升，央行每日进行了多大规模的逆回购操作，在 MLF 到期之际央行如何续作都会牵动市场神经，而相较于量，价格的信号意义更强，因为量的调整除了投放还有很大程度是对冲，因为逆回购的量大可能是因为央行观测到了财政缴款的压力大，或者外汇占款下降导致人民币流动性被动回笼，反之亦反之，所以单纯观测逆回购的量，其实无法准确的把握政策的松紧，因为其他的变量是央行可知，而市场的其他参与者无法得到全面准确的信息。基于此，央行在政策利率上调整的信号意义更明确。政策利率的变化不仅直接影响商业银行对央行负债的成本，也会引导商业银行调整资产投放的价格和吸收负债的等等。

虽然简单来看对央行负债其实占商业银行体系的总体负债的比例不高，但是政策利率往往是市场利率的锚，因此政策利率的调整会在一定程度上、乃至很大程度影响央行的其他负债成本。2015 年 10 月，央行最后一次调整存、贷款基准利率，并同时下调 7 天逆回购利率至 2.25%，2016 年央行并未直接调整任何政策利率（不过市场习惯将 8 月份公开市场启动 14 天和 28 天的操作视为锁短放长，并认为此举是在引导市场利率上行），2017 年以来，央行先后四次上调公开市场操作利率至 2.55%，期间，存、贷款基准利率均为调整。相对于逆回购利率调整引导市场利率变化不同，由于一般存款仍然是商业银行最主要的负债，理论上央行调整存贷款基准利率，会对商业银行的负债成本和资产收益率有着最为直接的影响。不过，考虑到利率市场化改革已经基本完成，央行的政策调控仍然是希望通过市场基准利率来以引导全市场利率的变化。

图 2：银行体系负债结构

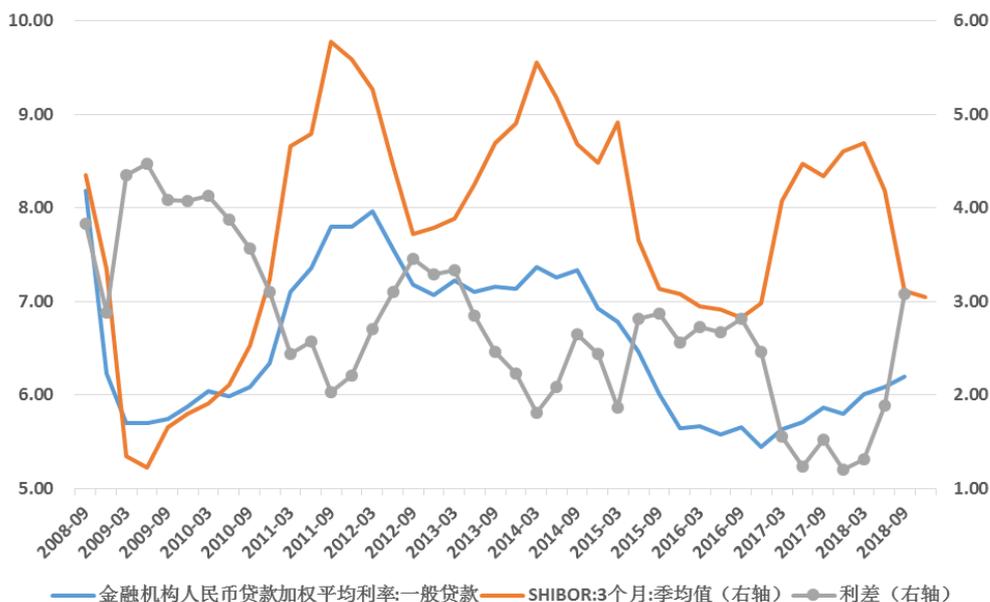


数据来源: wind 资讯

二、政策核心仍然在梳理传导渠道

政策工具利率的调整是否能对全市场利率形成有效的引导,目前仍然存在一定的争议,或者说这个传导的时间可能相对较长,2018年无风险利率持续下行,银行间流动性宽松的同时,反映实体部门融资成本的人民币贷款加权利率却仍然在上升。用3Mshibor的季度均值和人民银行公布的季度人民币贷款加权平均利率比较,可以发现,二者之差到2018年3季度已经运行到2013年以来的相对高位,4季度3Mshibor利率均值从3.11%下行至3.04%,如果人民币贷款利率不能转向下行,那么4季度该利差的水平可能仍然将进一步扩大。不过另一方面我们取14家上市银行财务报告披露的净息差((银行全部利息收入-银行全部利息支出)/全部生息资产)和净利差(生息率-付息率)数据,却发现商业银行平均净息差和净利差在2018年并没有明显的走阔。

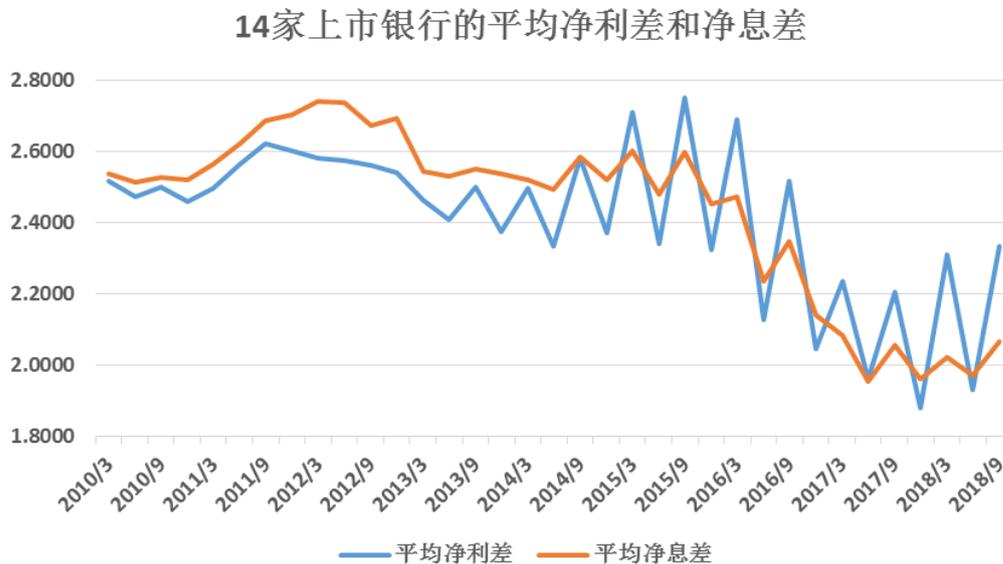
图3: 2018年银行体系负债成本下行,而贷款利率上行





数据来源：wind 资讯

图 4：上市银行平均净利差与净息差没有明显走阔



数据来源：wind 资讯

所以综合图 3、图 4 来看，当前的实体融资成本向上和银行净息差平稳反映的还是实体部门的融资成本的分化，并不是简单的金融挤占了实体，而是金融资源在实体部门的分配并不均衡，财政、国企部门的融资成本稳定乃至下行，民企和小微的融资成本却在走高。

三、货币政策工具概览

总的来看，我们认为货币政策可能会延续当前的总量政策和结构性政策配合，为了更好的分析，我们依次来讨论分析央行的主要政策工具：

(一) 法定准备金率

1. 法定准备金率的调整历史回溯

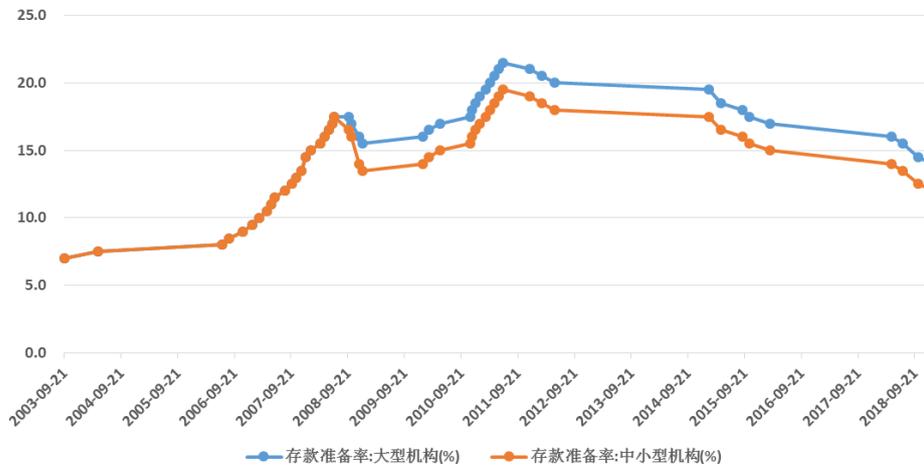
虽然 2002 年以来中国经济经历了多轮次的波动，但是法定准备金率的变化反向基本就分为 2012 年之前的整体上行和 2012 年以后的整体下行两个阶段。其间，2008 年为应对全球经济危机，央行曾经四度下调存款准备金率，不过不过在 2010 年 1 月以后，准备金率重新转为上行，到 2011 年 6 月调整以后，法定准备金率上调至历史最高位。到 2011 年底，法定准备金率重新进入下行通道，并持续下行至今，尽管在 2013 年和 2017 年市场普遍将货币政策基调定义为偏紧，但是这两个年份里也并未出现法定准备金率的上调。

如前文所述，控制基础货币总量，使得商业银行维持适当的信用扩张能力是货币政策的一个基本逻辑，2012 年以后，外汇占款的高速增长已经不再，2015 年开始，外汇占款进入负增长，而法定准备金率作为有效的回笼和投放的流动性的重磅工具，基本上是在配合外汇占款的变化节奏而进行调整，与此同时，央票发行也扮演了类似的角色（图 7）。基于此，我们也可以准备金率的绝对水平高低并不能简单代表货币政策的宽松与紧缩。

图 5：2012 年以前准备金率趋势上行，2012 年以后趋势下行

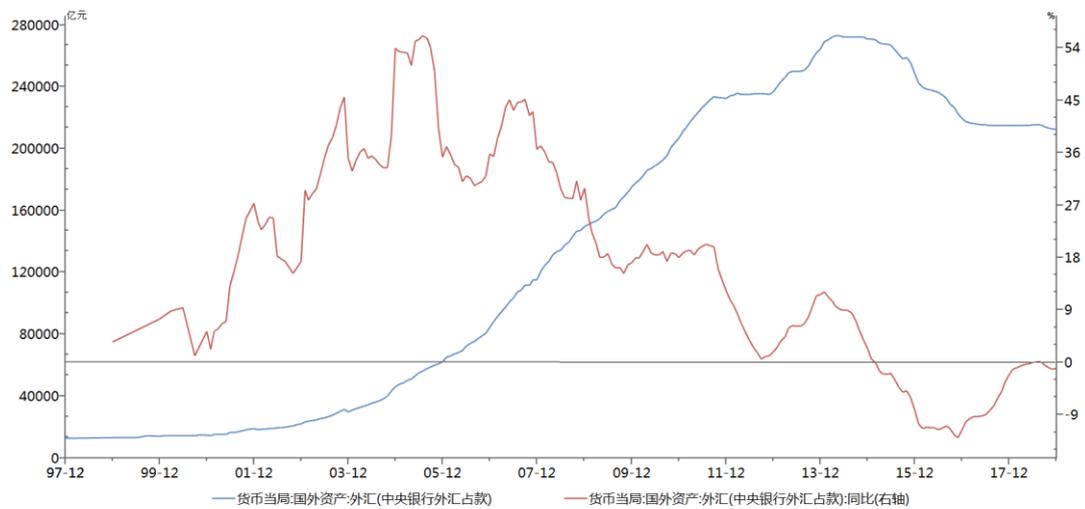


准备金率调整情况



数据来源: wind 资讯

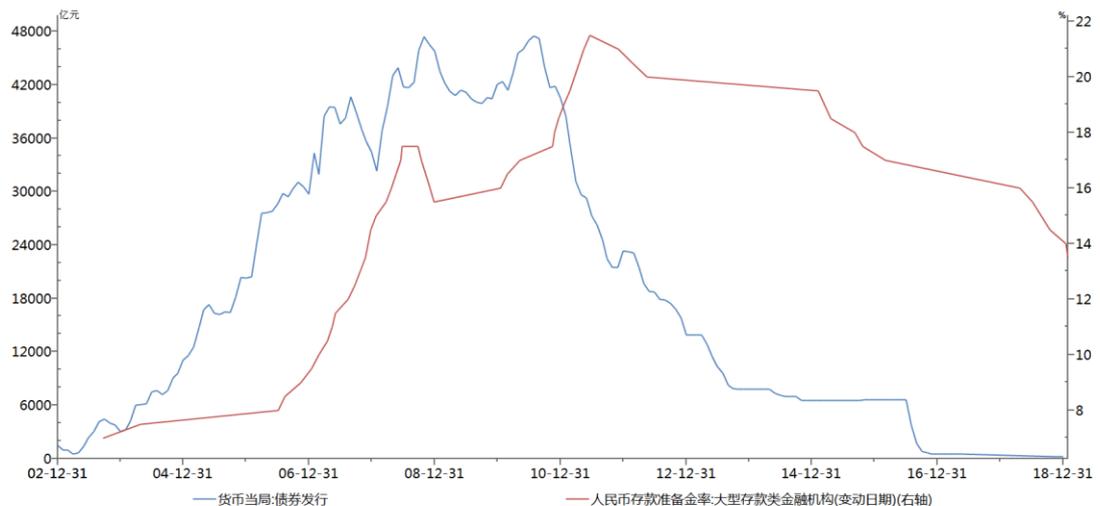
图 6: 外汇占款在 2012 年以后基本结束连续高增长, 2015 年转为负增长



数据来源: Wind

数据来源: wind 资讯

图 7: 配合准备金率对冲外汇占款的央票发行规模变化节奏同准备金率趋于一致



数据来源: Wind

数据来源: wind 资讯

所以从最简单的逻辑上讲, 2019 年中国对外贸易顺差不具备大幅走高的基础, 因此, 外汇占款也很难重新成为投放基础货币的渠道, 在这样的背景下, 向下调整法定准备金具有必要性。另外, 从中长期趋势看, 如果货币调控由数量型向价格型转移, 过高的法定准备金率也在很大程度上掣肘了货币政策, 法定准备金率的起源是为了使得银行稳健运行, 保留存款的一部分比例以应对存款取现来保障存款人的利益, 但是在实践中, 法定准备金是一种被冻结的状态, 是不能被动用的。所以, 法定准备金的角色已经被转化为央行调控基础货币总量乃至广义货币的政策工具。不过当前在应对经济下行的逆周期调控当中, 政策框架的自身的修正会让位于政策效果的最大发挥。所以, 短期来看通过维持流动的合理宽裕来引导全社会融资成本的下行仍然是当下主要政策选项。

2. 数量型政策的价格意义

准备金率的调整本身应该被归为数量型政策, 但是在央行诸多工具同时使用的背景下, 市场对于准备金率调整的价格信号也关注颇多。央行降准和 MLF 给商业银行释放一笔流动性有很多相似点, 都是瞬时获得了一笔超储补充, 1 年期 MLF 的利率是 3.3%, 可续期的 TMLF 是 3.15%, 7 天 OMO 的操作利率是 2.55%, 而由法定准备金转换而来的超储看似是长周期, 而且是免费的, 如果更精确一点, 降准释放的资金成本就是这些资金的机会成本, 如果商业银行继续将这部分资金存在央行, 那么央行将会按照超额准备金的存款利率 0.72% 支付给商业银行利息。加之商业银行通过降准获得流动性不需要提供质押物, 因此, 总的来看, 通过降准释放流动性更有助于改善银行体系的负债压力, 提高其信用扩张能力。

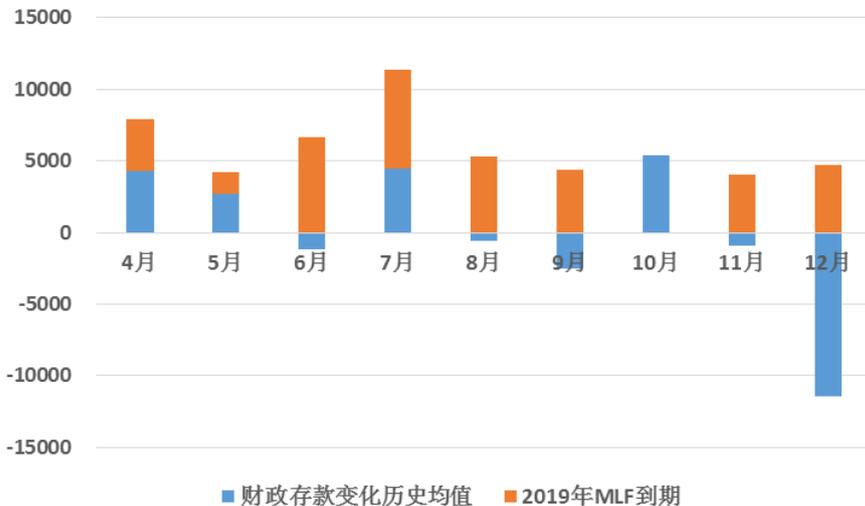
3. 年内准备金率如何调整及影响

我们在年度报告中已经讨论过, 后续继续降准的可能性, 由于降准是瞬时释放大量流动性, 所以为了使得银行间流动性保持在合理宽裕水平, 避免由于降准释放的流动性淤积在银行间, 从 2018 年央行降准的时机选择看, 在财政缴款压力大、MLF 集中到期的月份, 央行存在较大的概率进行降准操作对冲。2018 年, 央行在 1 月份兑现 2017 年 9 月底宣布的普惠降准, 4 月和 10 月均是降准置换 MLF 的操作, 7 月份的降准 0.5 个百分点释放资金支持民企信用债投资和债转股。2019 年 1 月央行已经降准 1 个百分点, 置换了 1 季度到期的 MLF, 综合财政存款变化的季节性特征和 MLF 到期规模来看, 后续在 4 月、7 月和 10 月央行仍然



存在继续降准的可能性。

图 8：年内财政存款变化和 MLF 到期情况



数据来源：wind 资讯

同实体经济部门融资存在结构性压力一样，商业银行的负债压力也呈现出明显的结构性特征，我们选取一般性存款、同业负债、对央行负债和债券发行四个科目对比分析可以发现，中型银行存款规模整体小于大型和小型银行，但是对同业负债、央行负债和债券发行的依赖程度却要高于大型和小型，所以如果通过降准置换 MLF 的方式投放流动性，大行和小行受益可能较为明显，MLF 的获得主力股份制银行可能会面临降准获得的流动性不足以弥补 MLF 到期量的情况，反而可能会加剧股份制对同业融资的依赖度进一步上升。

表 1：各类银行负债项目及占比（亿元，2018 年 Q2）

负债种类	中资大型		中资中型		中资小型	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
对非金融机构及住户负债:纳入广义货币的存款（一般存款）	76237	54.62%	25878	18.54%	37468	26.84%
对其他金融机构负债	70016	38.17%	75117	40.95%	38303	20.88%
对中央银行负债（包含 PSL、MLF）	48232	51.78%	36325	39.00%	8586	9.22%

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_97

