



张瑜：“大宽松”的梦需要醒一醒



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张瑜 杨轶婷

报告目录

一、MLF 利率不降，货币政策框架依然有效.....	4
二、MLF 利率调降，区分政治考量还是经济考量.....	5
（一）经济考量：经济增长的变化需要着急未雨绸缪吗？.....	5
（二）政治考量：宏观政策的思考可能需要切换至底线思维.....	6
三、结论：三重情景，三种市场应对.....	6

报告正文

2021 年 7 月 9 日央行宣布全面降准，不论是在形式还是幅度上都大超市场预期。本周初，市场又有部分资金提前押注 MLF 利率调降。应该说，直至今市场依然对此次央行降准的目的感到迷惑。此次降准，是不是代表货币政策方向？未来还会有什么具体政策跟随？在如此特殊时点，市场或许难做政策的未卜先知者，但尚可争取做到便宜行事随机应变。我们认为，本轮货币政策变化的核心验证点在 7 月 15 日 MLF 利率降不降。建议投资者再留一刻耐心，静待 15 日 MLF 操作和经济数据，以作未来宏观政经和市场投资方向的重要验证。虽然推演需要完备考虑多种情景，但我们倾向 MLF 不下调的概率最大，从央行近些年与市场持续沟通的调控框架而言，那些“梦想着大宽松”的人，大概率是要梦碎的。还是那句老话，当下的确经济基本面下行开启，但尚且和潜在增速匹配，再差能有 2020 年疫情时候差？疫情的宽松尚且有限，又能指望下半年有多宽松？去年疫情的应对，应该成为一个对标情景，深深根植在投资者的脑海中，永远客观

冷静的思量货币政策。

图表 1 货币政策方向的推演思考



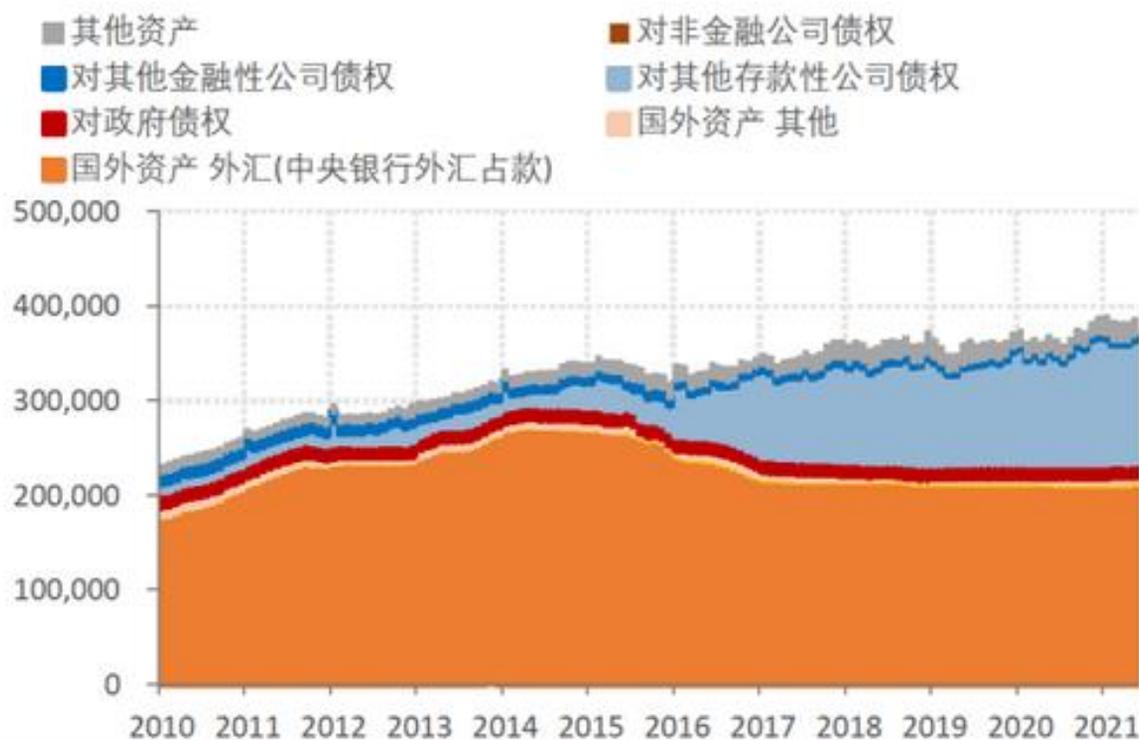
资料来源：华创证券

一 MLF 利率不降，货币政策框架依然有效假如 MLF 利率不降，意味着央行的货币政策操作框架尚未改变，当下货币政策基调依然是稳字当头。货币政策方向不看准备金率（量），要看政策利率（价）。我们对于央行操作的理解仍应在原有框架的特征内——特征 1：降准置换 MLF 在央行资产负债表上体现为缩表，但资产负债表规模与广义货币 M2 增长并无固定关系，不宜简单根据央行资产负债表扩张幅度、货币乘数来衡量货币政策效果。

（央行 2020 年 3 季度货币政策执行报告专栏：正确理解中央银行资产负债表与货币供应的关系）；特征 2：降准不代表货币政策方向。央行通过调节法定存款准备金率来优化基础货币效率。基础货币的构成中，效率由高到低分别是超额存款准备金、货币发行、法定存款准备金，当准备金率降

低，法定准备金占比下降，基础货币效率提高。（阮健弘，流动性的客观评估与合理调节，2019.12）特征 3：不适宜用大幅扩表的方式提供流动性。考虑到各类公开市场操作、再贷款、再贴现，目前央行对金融机构债权达 13 万亿，占资产规模的三分之一，央行需要持续的对这 13 万亿的金融机构债务进行续作，才能保重市场流动性稳定，操作难度大（阮健弘，流动性的客观评估与合理调节，2019.12）。此外，大规模的央行债权工具也给商业银行造成了一定融资成本。特征 4：当前政策利率基本与自然利率相当。根据央行货币政策委员会研究论文《中国的自然利率》，目前中国的名义自然利率在 4%-5% 左右。那么应该说当前 MLF 利率 2.95%、LPR 3.85%、再到企业贷款加权平均利率 4.63%，基本是在合意区间内的。综合这四大特征来看，首先此次降准不意味货币政策方向转变，再次降准置换部分 MLF 有利于稳定金融机构的融资稳定性，且能够在下半年基础货币回落压力下提高基础货币效率，与央行在答记者问中的表态相一致。

图表 2 对其他存款性公司债权已占央行资产规模的三分之一



资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 下半年 MLF 到期规模快速增加



资料来源: Wind, 华创证券

并且依照这一逻辑, 下半年还有降准可能, 但与货币政策转向无关, 仅是流动性管理工具。考虑到 MLF 四季度到期量高达 2.45 万亿, 下半年余下近 1 万亿再贷款再贴现还将陆续到期, 同时政府债券发行节奏持续至

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_33220

