

日期：2019 年 9 月 9 日

# 降准在轨 降息在途

——央行 2019 年 9 月降准点评



分析师：胡月晓  
 TEL: 021-53686171  
 huyuexiao@shzq.com  
 SAC 证书编号： S0870510120021

报告编号：

相关报告：

## ■ 主要观点：

### 货币维持平稳压力依旧

保持货币政策中性，是当前中国经济转型时期需要长期坚持的一个政策；中国经济环境决定了中国货币中性增长的狭窄目标区间，中国货币当局实质上是在进行“刀刃式”调节，货币当局面临前所未有的调控难度。市场在担忧货币政策收得过紧的同时，笔者却正相反，我们一直担忧的是央行无力扩张货币，从而使得货币增长长期过低，以致信用市场风险压力过大。2018 年 4 季度后，中国央行的基础货币增长再度出现了负增长状态。在这种情况下，要维持宏观流动性增长的平稳，即维持 M2 增长平稳，央行实际上面临很大压力。在新增基础货币现有工具难以扩大的情况下，降准是最有现实意义的选择。

### 全球经济负利率压力再加大

在海外负利率压力依旧的情况下，中国降准并不会增加资本外流压力。2019 年，十年之后的世界经济仍未走出 2008 危机阴影；正是货币的持续过度宽松，金融市场和实体经济难出清，并造成了当前全球经济的困境。与日本社会流动性过度造成了“流动性陷阱”状态不同，欧美经济体流动性过度宽松，造成了金融市场的“负利率”。进入 2019 年后，在 FED 降息预期仍未成为主流预期之前，欧美等发达经济体的市场利率就已进入了下降通道；2019 年 3 月份后在欧洲市场资本市场利率中枢 10 年国债 YTM 重新进入了负利率区。

### 资本市场预期改善，提升回暖时间空间

在降准带来市场利率下行趋势下，股市将会对经济平稳运行中结构改善的趋势做出估值确认，估值中枢将提高。降准将使货币利率下行得到市场确认，市场利率中枢下行，对股市持续上扬的空间将进一步被打开。降准带来的降低市场利率效应，更是对债市有直接地推动作用。在当前的经济环境和监管环境下，降准释放的准备金，将更多地进入金融市场而非转化为非金融企业和部门信贷扩张。

### 降准未到尽头，降息正酝酿中

本次降准后，笔者仍然认为，降准、降息仍是未来 6-12 月内政策选项。在基础货币增速持续为负状态下，要保持广义货币增速相对平稳，就只要继续提高货币乘数；此外，降低储备货币获得成本，保持货币市场的稳定，也要求中国进一步下调 RRR。短期的通胀压力延缓了降息的出台。经济转型带来的经济持续底部徘徊，使得企业日常经营难度上升，叠加基建投资重要性的上升，“降成本”自然就成为了下一步“供给侧改革”的重心。融资成本偏高作为经济活动中的客观事实，自然就进入了政策视野，“降息”也就成了未来不可或缺的政策选项，尽管暂时条件不具备，但年内出台仍是大概率事件。

## 事件：中国央行决定下调金融机构存款准备金率

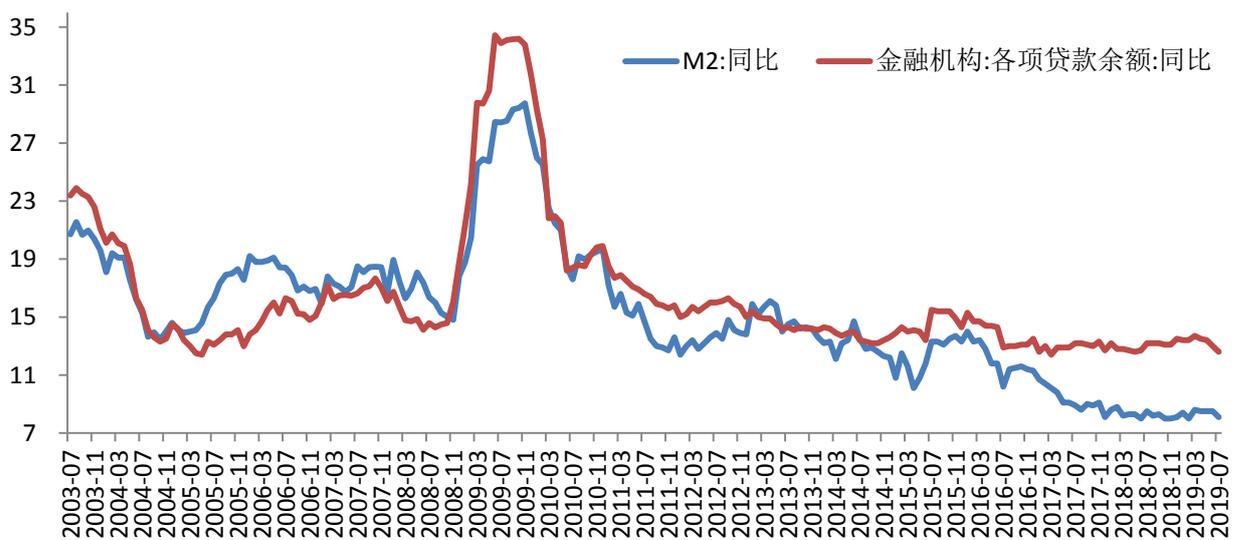
中国人民银行决定于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。除此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。

## 事件解析：政策背景和特征意义

### 1. 货币维持平稳压力依旧

2016-2018年，中国金融监管当局对前期过度创新的金融精英行为进行了监管规范，金融市场有序性和风险管控得到有效改善。金融规范有效治理了资金“脱实向虚”，客观上也使得金融市场的信用创造能力下降。在金融发展和金融深化高度发达的当今世界，金融多元化的发展，使得现代信用创造过程在信贷创造的基础上，还有一个金融多元化的再创造过程。在传统信用货币体系下，信贷增长即全部信用创造过程，信贷增长和货币增长基本一致。但在现代信用体系下信用创造过程链条拉长之后，信贷增长和货币增长间脱节程度提高，由于信用创造过程还涉及到金融多元化的发展，因此金融市场的繁荣周期也影响着信用创造，金融体系的信用创造能力，由过去主要为商业银行的放贷及经营规模扩张，演进为有商业银行报表扩张和金融市场规模扩张，两者共同决定。

图1 中国信贷增长和货币增速日益脱节（同比，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

历史上看，2016年下半年以来，中国金融机构的信贷增长保持了相对稳定的态势，这实际上反应了货币当局希望货币增长平稳的期望，因为在传统信用货币体系下，引导金融体系保持信贷增长稳定即货币平稳。

保持货币政策中性，是当前中国经济转型时期需要长期坚持的一个政策；过松的货币显然不利于降低宏观杠杆，现实中表现就是房价等资产泡沫持续高位，已经深刻影响了全社会经济正常运转，地产对全社会形成资金虹吸效应，对有着较高就业吸纳功能的中小微企业发展造成明显冲击；但是，在加强资金流向的结构性和方向性调控，实现流动性精准“滴灌”的同时，出于“防风险”的需要，以及兼顾经济升级的目标，货币环境又不能过紧。因此，中国经济环境决定了中国货币中性增长的狭窄目标区间，中国货币当局实质上是在进行“刀刃式”调节，货币当局面临前所未有的调控难度。

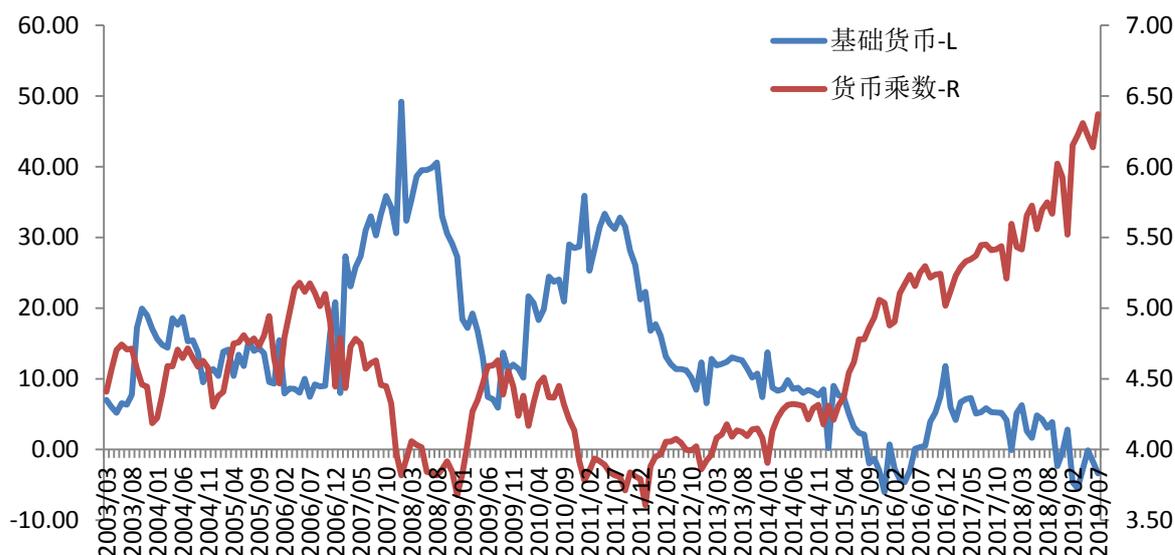
笔者一直认为，中国货币当局面临的真实困难，不是货币增长无法下降，而是无力提高，即维持平稳增长的“托底”力量不足，这是中国货币投放机制自2014年以来逐渐演变造成的结果，对此笔者已有较多论述，此不赘述。

然而，中国金融体系信贷增长的稳定，却没有带来相应的货币增长稳定状态，信贷增长稳定的同时，货币增长却持续下滑。原因显然有二：一是监管加强导致金融机构“去杠杆”、经营扩张放缓，从而金融体系的信用扩张能力下降、货币乘数减少；从央行基础货币投放结构变化看，央行基础货币投放不足，导致金融机构在监管强化下准备金不足，从而使得准备金市场持续处于紧张状态，并导致货币市场的紧张，并一度造成了市场利率体系的上涨。从方法论上看，为保持中国货币平稳，以上2个原因又是互为解决之道的——提高货币乘数可以应对基础货币增长的不足，增加基础货币投放也可以避免货币乘数下降造成了货币增长过度下移。

笔者早就指出，除非央行直购资产，以央行创设工具方式（笔者关注的中长期基础货币投放工具主要是MLF和PSL）实现基础货币增长，难以实现在维持持续正增长的同时，不推高货币利率-基础货币投放结构变化，使得整体基准利率上升。

由于国际收支和国际经济、金融形势的变化，中国外汇储备已结束增长进入持续走平期。2018年4季度后，中国央行的基础货币增长再度出现了负增长状态。从历史经验角度看的货币乘数扩张，即使在经历了前期的数次降准，也难有再提升。在这种情况下，要维持宏观流动性增长的平稳，即维持M2增长平稳，央行实际上面临很大压力。在新增基础货币现有工具难以扩大的情况下，降准是最有现实意义的选择，毕竟中国的降准空间很大。所以，笔者一直是市场上最为坚定和坚决的降准持续论者！

图2 中国流通货币增长平稳一直依靠货币乘数提高(同比, %)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

经济底部徘徊和金融市场整顿时期, 由于金融扩张放缓, 货币乘数本应下降, 中国 2015 年后货币乘数反而持续扩张, 主要受货币统计口径数次调整影响, 主要是央行将同业投放纳入信贷口径。央行鉴于市场变化数次扩大了 M2 的统计范围, 将多种类型的金融产品和同业存款也纳入流通货币, 使得包含了金融市场流动性的流通货币增长保持了相对平稳, 通过货币乘数的提高, 掩盖了基础货币投放的不足。信贷和货币增长间的关系早已呈现了笔者之前说的“宽信贷、紧货币”阶段, 说明货币乘数实质进入收缩。

## 2. 全球经济负利率压力再加大

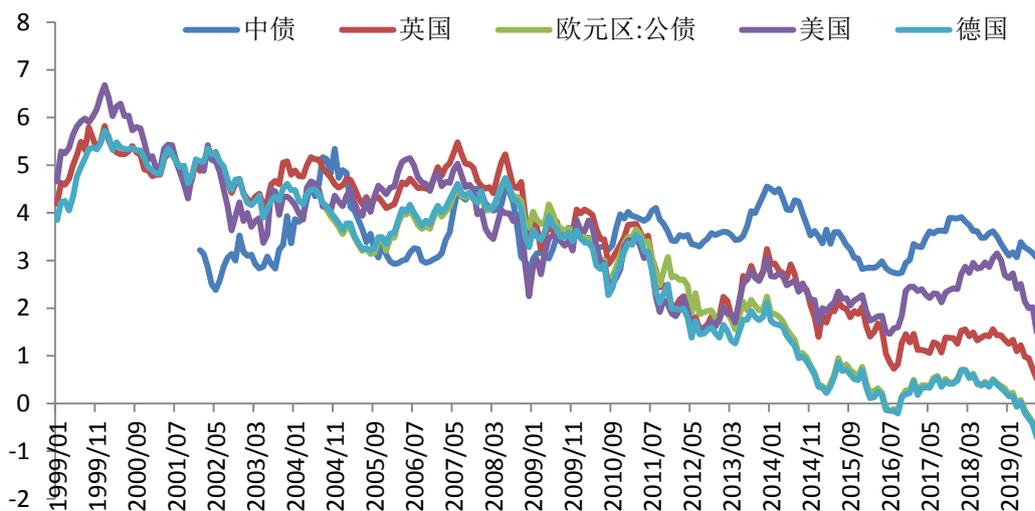
在海外负利率压力依旧的情况下, 中国降准并不会增加资本外流压力。2019 年, 十年之后的世界经济仍未走出 2008 危机阴影; 正是货币的持续过度宽松, 金融市场和实体经济难出清, 并造成了当前全球经济的困境。2008 年的金融危机, 显然重创了西方的金融体系(也仅此而已), 衡量金融机能大小的货币乘数急速下降, 美国、欧、日都先后下降到了危机前的 1/3-1/2 水平, 其中以美国最为迅速和剧烈, 其下降过程表现为了显著的“断崖式”特征。为防止金融突然收缩对消费进而对经济的冲击, 发达市场先后采取了极度货币扩张政策, 即 QE。

即使欧美货币当局事实上实施了部分和缓慢的货币退出, 央行资产负债表规模结束扩张, 进入缓慢地收缩阶段。但由于接受政府慷慨救助后的金融体系开始复苏, 欧美金融体系的信用扩张能力开始逐渐自底部回升, 货币乘数上扬; 从实际情况看, 央行报表规模下降和货币乘数上涨共同作用的结果, 仍然是流动性规模的持续扩张。因而, 西方

社会的流动性过度宽松状态不仅依然存在，而且还延续了稳中偏升的状态。

与日本社会流动性过度造成了“流动性陷阱”状态不同，欧美经济体流动性过度宽松，造成了金融市场的“负利率”。进入 2019 年后，在 FED 降息预期仍未成为主流预期之前，欧美等发达经济体的市场利率就已进入了下降通道；2019 年 3 月份后在欧洲市场资本市场利率中枢 10 年国债 YTM 重新进入了负利率区。

图 3 全球利率水准保持下移态势



数据来源: Wind, 上海证券研究所

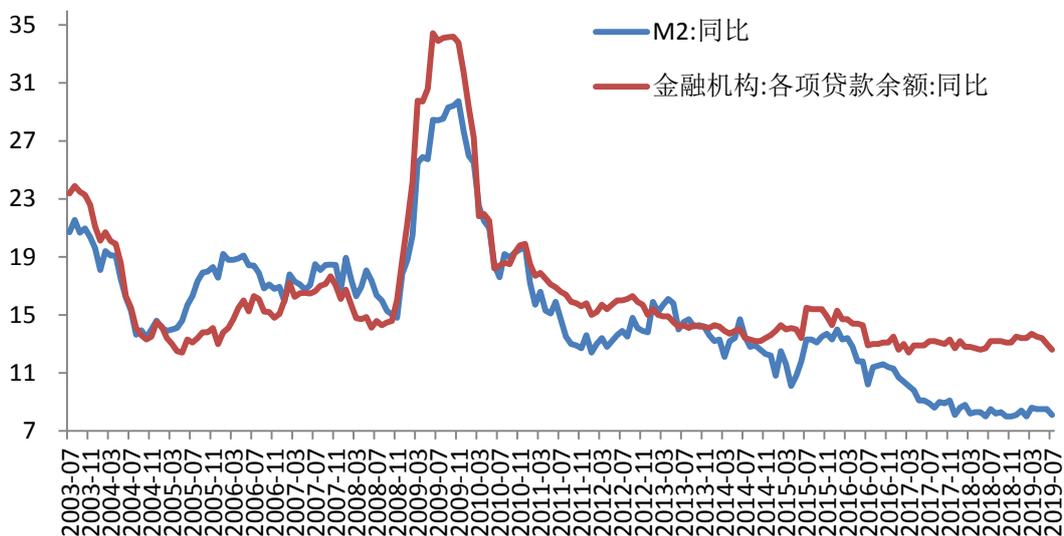
### 3.降准不改货币中性政策基调

中国人民银行在宣布降准的公告中明示，中国人民银行将继续实施稳健的货币政策，不搞大水漫灌，注重定向调控，兼顾内外平衡，加大逆周期调节力度，保持流动性合理充裕，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

基于基础货币投放增长的局限和不足，笔者一直认为，中国降准在更大程度上是对冲性的。中国宏观调控上虽然注重相机抉择和逆周期调整，并从 2018 年 4 季度起，在中性货币政策的基调上，实际货币增长控制由“中性偏紧”转向“中性偏松”，货币增速由 8.0 上升到 8.5 基准，并在 2019 年上半年得以保持；但由于基础货币增长持续处于收缩状态，保持现有水准的难度越来越大，7 月货币增长超预期回落到 8.1，这使得货币当局意识到，非通过降准提高货币乘数，货币增长已不能维持当前水准。而货币增长再下移，势必对当前经济增长和

风险化解不利。从操作程序上看，是货币增长维持现有水准压力导致了降准的出台，因而降准是“对冲性”的，因而也不改变货币政策中性稳健的性质，更不表示货币政策转向宽松和大水漫灌，甚至谈不上“放水”！

图4 中国货币增长的平稳局面



数据来源: Wind, 上海证券研究所

除了货币增长下降透露出货币平稳需要提前对冲外，在时间点选择上，一些季节性因素也导致了降准措施的时间选择，央行表示降准时机选择的一个重要理由是与9月中旬税期形成对冲，是为保持银行体系流动性总量基本稳定因此，此次降准并非大水漫灌，稳健货币政策取向没有改变。

降准也再度证明，2018年以来的货币政策操作特征——“收短放长”，将成中国央行未来的政策行为的潜在特征；2019年，这一政策操作特征仍将延续！

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\\_10258](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10258)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn