

货币政策是稳健还是“偏松”

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email: yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190519020001

1. 《思想的格局：刘鹤 30 年经济思想脉络梳理与思考》—2018/01/30
2. 《中美贸易战：从宏观到行业的影响分析》—2018/03/27
3. 《本轮欧美经济同步复苏的逻辑：警惕再度出现的分化》—2018/05/28
4. 《3200 条“推特”分析：读懂特朗普的政治手腕》—2018/06/04
5. 《中国财政政策手册：详解中央与地方的收支博弈》—2018/07/05
6. 《房产税究竟合适推出？》—2018/07/27
7. 《特朗普加征 2000 亿产品关税对美国通胀的影响》—2018/08/02
8. 《从省级到市级的地方政府隐性债务测算》—2018/08/29
10. 《2019 年中国减税规模测算与分析》—2018/11/07
11. 《40 年的改革开放，40 年的思潮激扬——效率与公平的再出发》—2018/12/13
12. 《农村“三块地”改革释放的消费潜力》—2019/01/07
13. 《从“黄马甲”运动看法国、意大利的经济困境》—2019/01/31

核心观点：

仅从货币投放“量”的角度，通过对 2015 年及 2018 年央行各项操作的综合对比，央行实质上实施的仍是稳健的货币政策，而仅在预期管理上更为“偏松”。2019 年，若经济没有超预期下滑风险（低于 6% 增速的下滑风险），央行将继续维持 2018 年的操作模式，货币供给 M2 将继续平衡于“经济增速+通胀增速”的水平。若经济出现超预期下滑，央行则可能采取扩张货币供给的策略，M2 增速可能再次提升至双位数增长。考虑到信用紧缩对货币供给的影响，央行在经济下滑风险加大之时可能采取调降基准利率等强信号措施，以刺激货币需求的扩张，进而带动信用创造。

风险提示：警惕处置地方隐性债务导致经济超预期下滑风险。

图表目录

表 1: 2015 年与 2018 年货币投放对比	2
---------------------------------	---

利率、准备金率以及公开市场操作是央行惯常采用的调节经济的手段。2018 年央行在稳健货币政策预期管理的同时，通过四次降准，向市场传递了偏松的货币政策基调。从短端利率水平来看，R007 半年度平均水平，2018 年年末较 2017 年同期下行 73bp 至 2.75%，DR007 下降 27bp 至 2.61%。货币政策从“价”的角度观察，确实达到了宽松的效果。如果说货币政策的重心是支持实体经济，那么市场利率下调倾向于解决“融资贵”的问题。而“融资难”则旨在考量宽松货币政策对“量”的释放。诚然，“融资难”有多方面的原因，如民企及小微企业融资条件天然与间接融资的本质属性难以匹配，货币政策传导机制不畅等。但相较于同样实施连续降准的 2015 年来看，市场普遍对货币政策是否宽松，持模棱两可的态度。年初，易纲行长在对人民银行实施货币政策的阐述中指出，我们的货币政策还没有完全从对“量”的调节转向对“价”的调控，因而需要保证“价”在合理区间波动的同时，重视“量”的合理充裕。由此，我们有必要从“量”的角度，把握 2018 年货币政策的总基调，这也有助于我们对 2019 年货币政策形成合理预期。

自央行创设 MLF、SLF、SLO、PSL、CRA 等货币政策工具以来，央行货币投放更具灵活性。对货币投放量的判断由此也不能再局限于对传统工具的测算。虽然公开市场逆回购、MLF 等工具与降准的资金在运用期限上有所不同，但从商业银行的角度看，可用资金总量终究是一个综合考量。更为广泛的，我们在判断货币政策宽松与否时，应综合考虑货币乘数、货币需求等因素。若货币乘数较高，即使货币投放的规模不大，同样可以达到扩张货币供给的目的。相同的，若货币需求下滑较快，小规模货币投放，相对于较低的货币需求，货币政策的效果依然是宽松的。

为更直观的探讨 2018 年连续降准的货币宽松效应，我们需要选择一个参照年份。即同样采用了连续降准措施，且与 2018 年相似，又都同时运用了 MLF、SLF、SLO、PSL 等货币操作工具。符合以上条件的即 2015 年。其背景是 2013 年金融条件收紧，经济增速出现快速下滑，由 2013 年一季度的 7.9%，连续下滑至 2015 年四季度的 6.8%。由此央行转为实施宽松的货币政策，连续降准 5 次。其中，2 月 4 日降准释放资金总量约 6000 亿。4 月 19 日降准释放资金总量约 1.2 万亿。6 月 27 日释放资金总量约 7000 亿。8 月 25 日降准释放资金总量约 6000 亿。10 月 23 日降准释放资金总量约 6000 亿。宽松的货币政策，为经济阶段性探底创造了条件，如果我们将 2015 年的货币政策定义为宽松，那么 2018

年类比来看，则难言宽松的货币政策。

表 1：2015 年与 2018 年货币投放对比

单位：亿元	降准情况	MLF余额变动	逆回购净投放	PSL余额变动	外汇占款	超储率变动	投放总计	货币乘数变化	贷款需求指数变动	M2增速%
2015年	2015年降准5次，理论释放资金3.7万亿	213	700	10812	-32197	下滑0.2个百分点释放203	17000	增长0.86个百分点	下滑8.1个百分点	13.34
2018年	2018年降准4次，理论释放资金2.3万亿（除去置换MLF的部分）	3015	-6400	6199	-6869	上行0.2个百分点，回笼资金4415	14500	增长0.31个百分点	下滑2.1个百分点	8.08

对比数据显示，首先，虽然 2015 年外汇占款规模下降幅度较大，但央行通过其他货币投放渠道进行了相应的对冲。而 2018 年的四次降准中，除 4 月的降准是为了对冲资管新规落地的影响外，其余三次降准前后一周，央行均通过停做逆回购大幅回笼了流动性。其次，2015 年货币乘数增长较快，货币创造能力强于 2018 年，货币总供给仍保持了较高速增长。第三，2015 年贷款需求下滑速度大幅快于 2018 年，即在货币需求不足的情况下，投放了相对更大规模的流动性。相比之下，2018 年的货币投放更显谨慎。此处需要说明三点，一是 2018 年的四季度的超储率仍未公布，因此，计算中采用了第三季度的超储率。根据我们对超储率的预测，四季度超储率大概率将高于三季度。二是在计算中并未将 2019 年年初的“全面降准”计入。一方面因为此次“全面降准”实施于 2019 年 1 月，不应计入 2018 年的货币投放。另一方面则是首先，央行公布此次降准当周已通过公开市场操作净回笼 5700 亿。其次，从近五年历年年初 1 月、2 月 M0 的变化看，春节取现短期内年均抽离流动性在 1.5 万亿左右。第三，央行此次降准的条件是不再续作一季度到期 MLF，一季度到期 MLF 总量在 1.2 万亿左右。第四，1 月是常规的缴税大月，今年 1 月的缴税因有 18 年延迟缴税效应，可能缴税规模将超出历年平均水平。综上，2019 年年初的“全面降准”，从货币投放角度看，并未对货币投放产生净贡献，甚至有净回笼的效果。因此，不将此次“全面降准”计入，不会影响结论。三是 2018 年年初，央行曾运用 CRA 临时投放货币，但使用期限仅 30 天，30 天后随即回笼。因此，不再计入货币净投放。

综上，仅从货币投放“量”的角度，通过对 2015 年及 2018 年央行各项操作的综合对比，我们认为央行实质上实施的仍是稳健的货币政策，而仅在预期管理上更为“偏松”。我们认为 2019 年，若经济没有超预期下滑风险（低于 6% 增速的下滑风险），央行将继续维持 2018 年的操作模式，货币供给 M2 将继续平衡于“经济增速+通胀增速”的水平。若经济出现超预期下滑，央行则可能采取扩张货币供给的策略，M2 增速可能再次提升至双位

数增长。考略到信用紧缩对货币供给的影响，央行在经济下滑风险加大之时可能采取调降基准利率等强信号措施，以刺激货币需求的扩张，进而带动信用创造。由此再做一步引申，央行目前的实质稳健货币政策同时也表明，央行仍有“价”和“量”两方面、多品种的工具可做备选，完全没有必要通过一级市场购入国债实施所谓的“QE”操作。而且央行要在一级市场购入国债还要考虑三个关键问题，一是对1995年通过的中国人民银行法进行修改，其中明确规定不允许央行在一级市场购入国债。90年代初央行直接购入国债是特殊时期的特殊办法，是为了解决中央财政收入严重不足的问题。分税制改革之后，此问题已得到了根本解决。二是若央行以国债为锚，在预算软约束之下，有被财政绑架的风险。三是目前我们与美国不同，美国资本市场定价以国债收益率作为基准，这需具备两个基本条件：1.国债存量规模较大，便于实现大规模交易。2.则是在大规模交易的基础上形成合理的国债期限结构。而我国目前融资体系以间接融资为主，这就导致需要以货币投放利率为基准，即逆回购+MLF利率为基准。十八届三中全会中提出要建立完善国债收益率期限结构，这也是直接融资市场发展的必要条件。因此，提出央行与国债的更多结合应该涉及的是二级市场的操作。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/云报告?reportId=1_14311

