

2021 年 08 月 19 日

专题报告

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-61981316
联系人：樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn
方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

“稳字当头”的货币政策如何实现宽松？ ——降准替换 MLF 改善货币、信用供给的渠道

相关报告

《2021 年下半年宏观经济展望：汇率弹性，金融周期与联储货币政策正常化》——2021-07-09

《基于宁波地区出口调研成果：中国出口部门新动向》——2021-05-18

《印度疫情对全球经济的影响分析：疫情冲击无需过度担忧》——2021-05-10

事件：

央行于 7 月 15 日实施全面降准后，DR007 利率并未出现明显下降。8 月 9 日，《2021 年 2 季度货币政策执行报告》重申了货币政策稳字当头的政策基调。一些投资者因此对于货币政策是否确实发生调整始终存有疑虑。我们认为通过“降准”替换 MLF 从三个渠道改善了货币信贷的供给，虽然其力度相对利率下行比较温和，也没有显著脱离“稳字当头”的范畴，但是仍然代表了实质性的政策宽松。从近期的社融数据来看，温和的宽松似乎尚不足以实现社融增速和货币供应与名义 GDP 匹配的政策目标，我们认为四季度或稍晚进一步的政策宽松值得期待。

投资要点：

- **降准通过改变预期引导长端利率水平向下。**长端利率由短期利率在未来的预期和期限溢价共同决定。虽然降准之后短期利率没有出现明显的下降，但是降准依然传递了明确的政策转向（或者至少不会进一步收紧）的信号，影响了市场对于短期利率在未来的预期，并引导长端利率水平向下，有利于降低社会整体融资的利率水平。
- **降准改善银行期限匹配指标，有助于其增加对实体部门的长期资金供给。**受制于包含宏观审慎评估体系（MPA）等一系列流动性监管的需求，银行在持有久期较长的资产的同时，必须在负债端增加长期负债。相较于 MLF 提供的中短期资金，降准为银行提供了长期负债资金，更有助于银行增加期限更长的贷款，或者买入更长期的债券，改善对实体部门的资金供给。
- **突破流动性传导层级，惠及中小银行。**在中小银行揽储能力与存款基础较弱、且通过同业市场向大银行借款受制于一些体制缺陷和监管要求的情况下，央行通过公开市场操作投放的流动性依据“央行→大型银行→中小银行→非银金融机构”的层级进行传导，使得 MLF 等通过公开市场渠道投放的资金容易淤积在大型银行。反过来，降准投放的流动性更具普惠意义，中小银行直接获益。

此外，降准还缓解了 MLF 抵押品有限的压力；并略微降低了银行的负债成本，这些因素也对银行释放流动性至实体部门有一定的积极意义。

风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期

内容目录

引言:	4
1、降准传递政策调整信号, 引导长端利率向下	5
2、降准鼓励银行增加中长期信贷投放	7
3、突破银行间传导层级, 普惠中小银行	9
3.1、银行资金的两大来源	9
3.2、中小银行吸储能力低, 同业借款受限	10
3.3、通过降准投放流动性更有利于中小银行	12
4、风险提示	13

图表目录

图表 1: DR007 利率	4
图表 2: 长端利率水平明显下行	5
图表 3: 银行间市场日度杠杆率有所上升	5
图表 4: 自宣布降准起, 隔夜逆回购占比居于高位	6
图表 5: 非银金融机构贷款大幅上升	6
图表 6: 商业银行月度流动性考核指标	7
图表 7: 各类银行流动性比例	8
图表 8: 各类银行流动性覆盖率	8
图表 9: 各类银行净稳定资金比例	8
图表 10: 银行体系的资金传导	9
图表 11: 2021Q1 各类银行负债结构	10
图表 12: 负债中的存款占比	10
图表 13: 计息负债平均成本率 (%)	10
图表 14: 中小银行信用评级分布	11
图表 15: 2021 年一级交易商名单	12
图表 16: 降准后同业存单利差有所下降	13

引言:

7月15日,央行实施全面降准,下调金融机构存款准备金率0.5个百分点,释放长期资金约1万亿元,除部分置换到7月到期的4000亿中期借贷便利(MLF)外,还额外释放了较多的流动性。然而,在银行间市场超额准备金随之猛烈上升之际,由于窗口指导等方面的原因,以DR007为代表的货币市场短端利率并没有出现明显的下行。

图表 1: DR007 利率



注: 蓝色虚线标注了7月8日国常会提及将会适时运用降准等货币政策工具, 红色虚线标注了7月15日正式实施全面降准。资料来源: Wind, 国海证券研究所

此外, 8月9日公布的《2021年2季度货币政策执行报告》中, 央行对货币政策中间目标——社融和广义货币供应量增速——的指引也没有发生明显的变化: “保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。

在货币政策价格工具没有发生调整、数量目标又保持稳定的情况下, 降准是否带来了实质性的货币政策的放松? 还是向一些投资者所认为的, 降准仅仅是对MLF进行了流动性的置换?

我们认为, 降准通过三大渠道, 实现了一定程度的实质性的宽松: 首先, 降准引导短端利率在未来的预期下调, 长端利率出现了明显的下降; 其次, 降准在负债端帮助金融机构更好地达成期限匹配要求, 从而推动其在资产端释放更多长期资金; 最后, 降准有助于中小银行获取更多的流动性, 有助于当前面临困难的中小企业获得信贷资金。

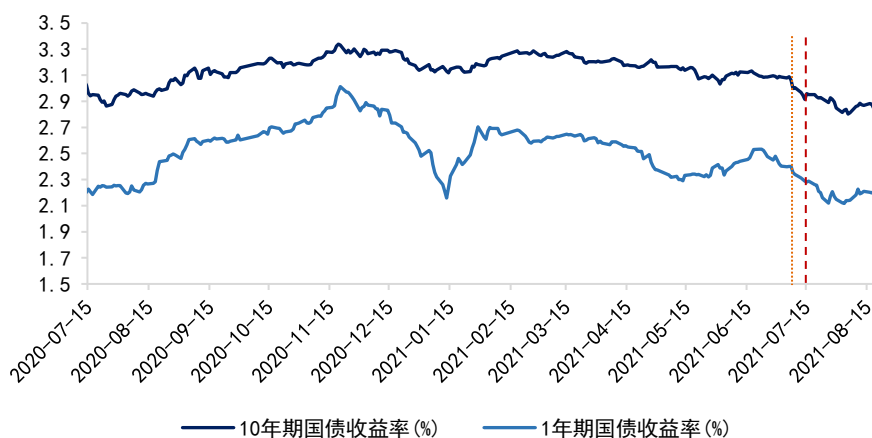
实际上, 8月9日央行发布的《2021年第二季度中国货币政策执行报告》中对降准的解释也是在考虑到“税期高峰、MLF到期、地方债加快发行”等可能影响下一阶段流动性的因素后, “实施降准能够保持短、中、长期流动性供给均合理充裕, 与市场需求基本匹配”。

1、降准传递政策调整信号，引导长端利率向下

即使因为多方面原因没有对政策利率和短端市场利率产生直接影响，降准取代MLF 投放流动性对货币政策首当其冲的影响是通过传递宽松信号引导长期利率下行。

理论上讲，长端利率由短期利率在未来的预期和期限溢价共同决定。虽然降准之后短期利率没有出现明显的下降，但是降准依然传递了货币政策转向（或者至少不会收紧）的政策信号，改变了市场对于短端利率在未来的预期，长端利率因此出现了明显的下降。

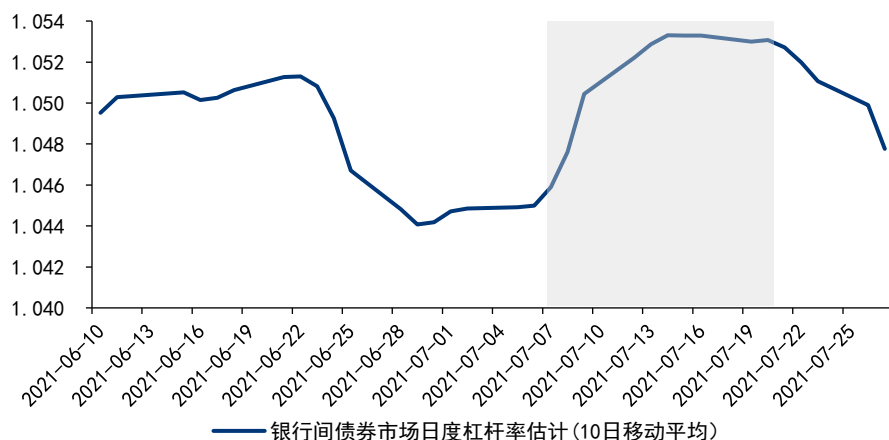
图表 2：长端利率水平明显下行



注：橙色虚线标注了 7 月 8 日国常会提及将会适时运用降准等货币政策工具，红色虚线标注了 7 月 15 日正式实施全面降准。资料来源：Wind, 国海证券研究所

实际上，虽然短端利率下行比较有限，银行间市场出现了明显的借短放长加杠杆的行为，推动长期利率下行。而近期公布的社融数据也显示银行对于非银金融机构贷款大幅上升，我们认为与非银金融机构借短放长进行债券投资有关。

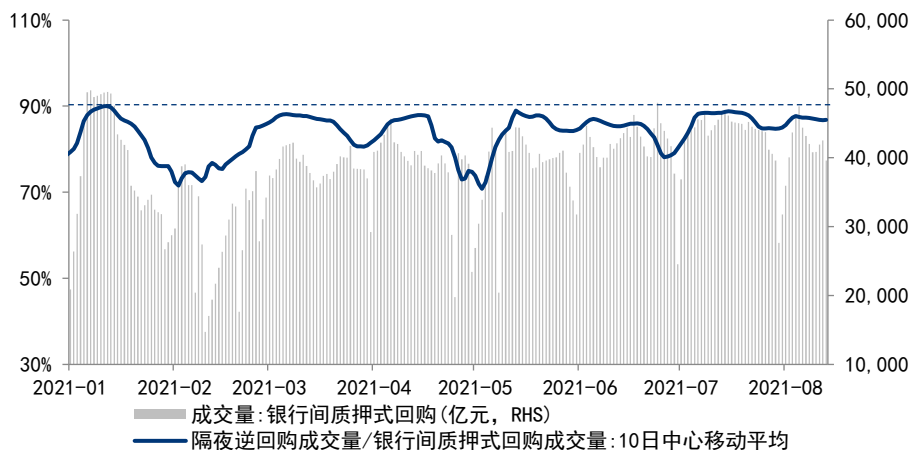
图表 3：银行间市场日度杠杆率¹有所上升



资料来源：Wind, 中债信息网, 国海证券研究所

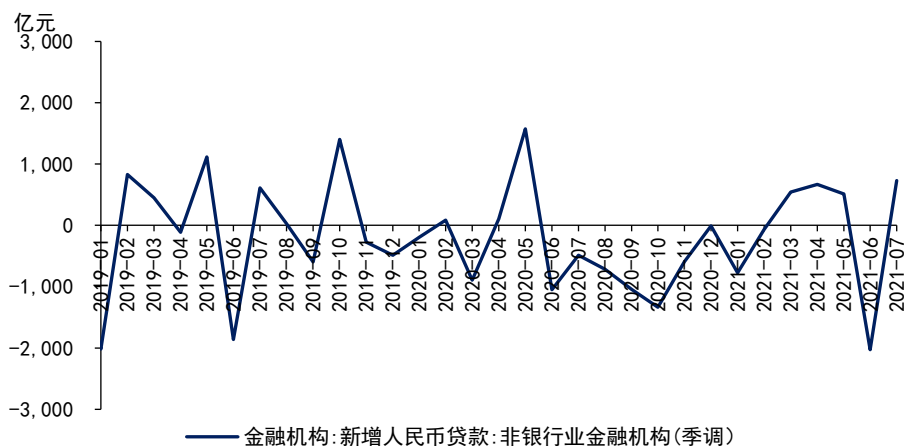
¹ 银行间债券市场杠杆率的计算公式为：杠杆率=银行间债券市场托管量/（托管量-待回购债券余额）。其中，银行间市场债券托管量的日度数据是通过月度数据进行线性插值法得到的。

图表 4: 自宣布降准起, 隔夜逆回购占比居于高位



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 5: 非银金融机构贷款大幅上升



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2、降准鼓励银行增加中长期信贷投放

降准还增加了银行体系负债端的久期，有助于银行在资产端增加久期，支持实体经济。

银行体系进行信贷投放和货币创造时，受到流动性考核的约束。这些约束既包括每月月末的流动性指标考核²（LMR 等），又包括每季度末的宏观审慎评估（MPA）等。例如，2018 年发布的《商业银行流动性风险管理办法》包含五大量化监管指标，并明确指出将每月进行考核，以引导商业银行多配置长期负债、控制期限错配风险，提高抵抗短期流动性风险的能力。

图表 6：商业银行月度流动性考核指标³

指标	缩写	计算公式	最低监管要求	资产规模≥2000亿元的银行适用	资产规模<2000亿元的银行适用
流动性比例	LR	流动性资产余额÷流动性负债余额	≥25%	√	√
流动性匹配率	LMR	加权资金来源÷加权资金运用	≥100%	√	√
流动性覆盖率	LCR	合格优质流动性资产÷未来30天现金净流出量	≥100%	√	
净稳定资金比例	NSFR	可用的稳定资金÷所需的稳定资金	≥100%	√	
优质流动性资产充足率	HQLAAR	优质流动性资产÷短期现金净流出	≥100%		√

资料来源：银监会，国海证券研究所

简而言之，流动性考核除了要求银行需要有足够多的短期资产应对短期负债和意外的资金流出的需求之外，还要求银行的资金来源（负债）的期限与资金投放（资产）的期限相匹配。也就是说如果银行要进行中长期的资金投放——例如发放中长期贷款或者投资于 1 年期以上债券——也必须有中长期的负债作为资金来源。

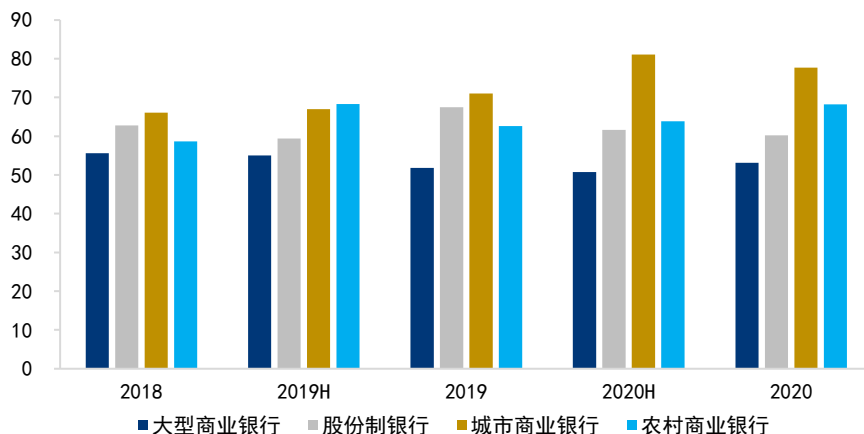
因此，相较于 MLF 提供的中短期资金，降准为银行在负债端提供了长期资金，更有助于银行完成流动性考核中长期匹配等指标的要求，有助于银行向实体经济部门提供更长期限的资金支持。

² 中国银行保险监督管理委员会《商业银行流动性风险管理办法》

<http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/governmentDetail.html?docId=270854&itemId=861&generaltype=1>

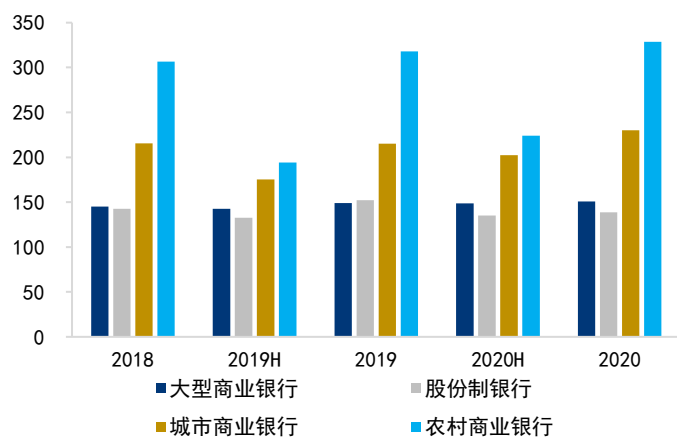
³ （1）流动性匹配率指标中，加权资金来源包括来自中央银行的资金、各项存款、同业存款、同业拆入、卖出回购（不含与中央银行的交易）、发行债券及发行同业存单等项目；加权资金运用包括各项贷款、存放同业、拆放同业、买入返售（不含与中央银行的交易）、投资同业存单、其他投资等项目。剩余期限越长，折算率（权重）越大。各项目具体折算率详见银监会《商业银行流动性风险管理办法》附件 4。（2）净稳定资金比例指标中，可用的稳定资金是指商业银行各类资本与负债项目的账面价值与其对应的可用稳定资金系数的乘积之和；所需的稳定资金是指商业银行各类资产项目的账面价值以及表外风险敞口与其对应的所需稳定资金系数的乘积之和。该指标旨在确保商业银行具有充足的稳定资金来源，以满足各类资产和表外风险敞口对稳定资金的需求。具体的项目及对应的系数详见银监会《商业银行流动性风险管理办法》附件 3。

图表 7: 各类银行流动性比例



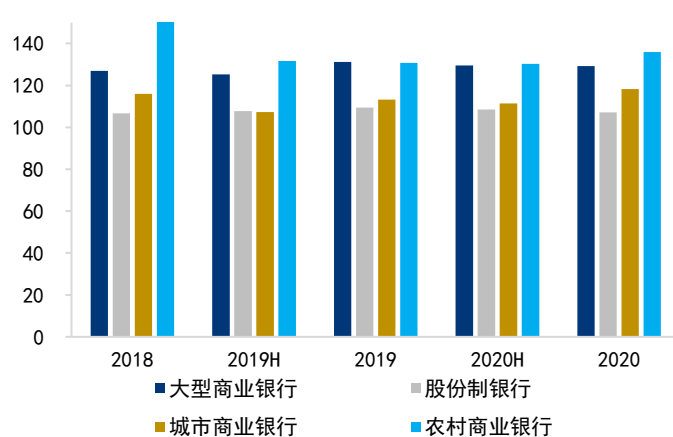
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 8: 各类银行流动性覆盖率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 9: 各类银行净稳定资金比例



资料来源: Wind, 国海证券研究所

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_25383

