

# 货币乘数破 7 后的货币政策路径选择

## 核心观点

7月我国货币乘数达到 7.15 的历史高位，货币乘数过高代表商业银行货币派生能力过强，我们提示保就业目标即将完成需高度关注央行将首要目标切向金融稳定而收紧，货币乘数过高，在货币政策收紧初期，往往基础货币收紧会超预期，但基础货币收紧在银行流动性分层下较难持续，货币政策收紧第二阶段为压降货币乘数，提高准备金率较难，主要为压降贷款规模。对于债市观点，我们认为三季度利率以震荡为主，四季度谨防利率上行，2021 年利率下行拐点关注信用收缩。

### □ 货币乘数过高代表商业银行货币派生能力过强

截至 7 月，M2 余额 212.55 万亿，基础货币 29.72 万亿，货币乘数达到 7.15，再创历史新高，较去年底 6.13 高出 1.02。我们认为货币乘数过高代表商业银行货币派生能力过强，我们测算 7 月超储率仅约为 1.1%，低于多数历年 7 月水平，在央行 7 月对基础货币把控仍然较为严格的情况下，货币派生速度较快保证了 M2 的稳健运行。

### □ 保就业目标即将完成需高度关注央行将首要目标切向金融稳定而收紧

疫情发生以来，保就业成为央行货币政策首要目标，随着经济逐步回暖，调查失业率波动下行，即使在 7 月大学生毕业季，仅为 5.7%，距离 6% 的年度目标仍有距离，意味着失业率后续压力不大，保就业目标即将完成，我们提示需关注货币政策首要目标由保就业切换至金融稳定而收紧。目前通胀或资本流出压力不大，不会成为央行首要目标，但从防范金融风险的角度，央行将提前采取前瞻性手段，收紧流动性、去债市杠杆，保证一旦出现通胀，货币政策可以顺利收紧。我们提示核心跟踪 DR007 走势，若 DR007 持续性地位于 7 天逆回购利率上方，将意味着货币政策转向。

### □ 货币乘数过高在货币政策收紧初期往往基础货币收紧会超预期

货币供应量=基础货币×货币乘数， $\log$  货币供应量= $\log$  基础货币+ $\log$  货币乘数，货币乘数过高时，货币政策收紧初期，央行收紧基础货币幅度可能超预期，如公开市场操作净回笼流动性或拉长公开市场工具期限以提高金融机构加权融资成本等。

### □ 基础货币收紧在银行流动性分层下较难持续

我国的流动性传导方式是央行向一级交易商投放流动性，一级交易商中多数为大型商业银行，进一步大型商业银行向中小银行拆借流动性，银行向非银机构拆借流动性。在银行流动性分层的背景下，若央行收紧流动性，大行对中小银行的资金拆借意愿降低，中小银行会面临较大压力，因此基础货币持续收紧不可持续。

### □ 货币政策收紧第二阶段为压降货币乘数，提高准备金率较难，主要为压降贷款规模

货币政策收紧第二阶段为压降货币乘数，但提高准备金率较难，一般通过控制贷款规模来实现。目前央行已实施 MPA 考核对银行信贷进行调控，其中资本和杠杆情况为一票否决项，对银行的牵制最大，这一项的核心指标是资本充足率，当银行资本充足率较宏观审慎资本充足率低时，资本充足率项目将难以得到满分。“宏观审慎资本充足率”的计算核心之一是逆周期资本缓冲= $\max\{\beta_i \times [\text{机构}_i \text{ 广义信贷增速} - (\text{目标 GDP 增速} + \text{目标 CPI})], 0\}$ ，其中， $\beta_i = \text{宏观经济热度参数}(\beta_{i1}) \times \text{系统重要性参数}(\beta_{i2})$ ，我们认为央行很可能通过提高宏观经济热度指数来降低广义信贷增速。

### □ 三季度利率震荡为主，四季度谨防利率上行，明年利率下行拐点关注信用收缩

我们认为三季度在经济基本面修复、专项债发行规模较大及央行流动性维持相对合理充裕、海外不确定性增加阶段性避险情绪等因素的综合影响下，利率可能以震荡为主。我们提示四季度谨防利率上行，10 月底政治局会议可能调整整体政策定调，对于货币政策基调转向也较为关键，届时流动性收紧将推动利率上行。2021 年一季度经济增速有望大幅上行，利率仍将高位震荡，2021 年利率下行的拐点核心关注信用收缩，一旦信用收缩迹象明确，利率有望进入下行通道。

**风险提示：经济修复速度加快，失业压力缓解，货币政策收紧时间提前。**

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

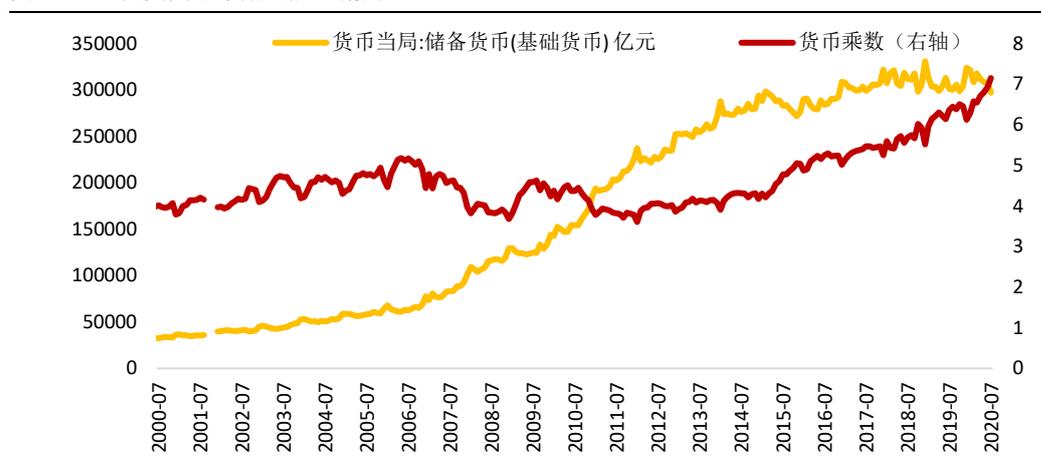
邮箱：sunou@stocke.com.cn

## 相关报告

## 1. 货币乘数过高代表商业银行货币派生能力过强

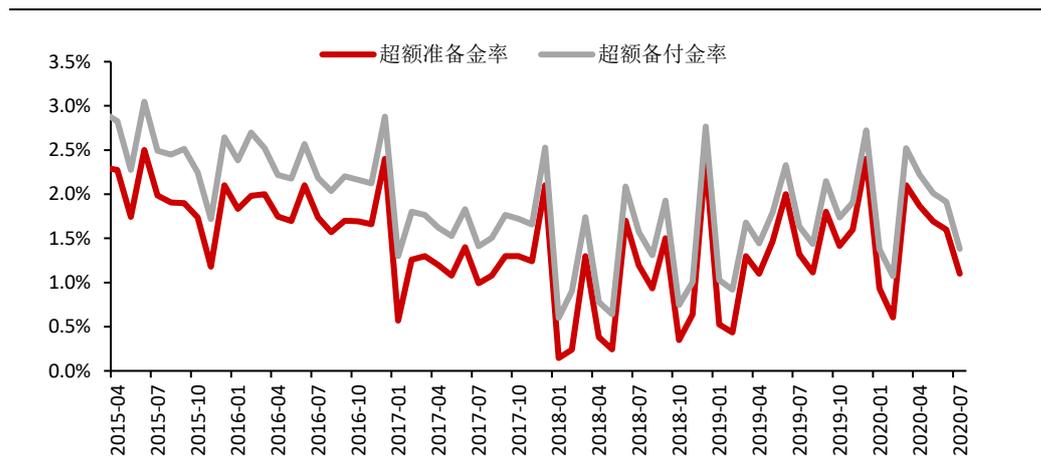
截至7月，我国M2余额212.55万亿，基础货币29.72万亿，货币乘数达到7.15再创历史新高，也是首次破7，较6月6.92上行0.23，较去年底6.13高出1.02。货币乘数是货币供给与基础货币的比率，与准备金率成反比，准备金率越高，则银行存款被锁定在央行的比重就越高，用于信贷投放的份额则越小，存款派生倍数则越小，其中要综合考虑法定和超额准备金率的影响；除此之外，货币乘数也受现金漏损率的影响。我们认为货币乘数过高代表商业银行货币派生能力过强，今年以来货币乘数继续波动上行一方面与央行多次降低法定存款准备金率直接相关，另一方面，4月初央行将超额存款准备金利率从0.72%大幅下调至0.35%以促进信贷投放，净我们测算，7月超储率仅为1.1%，低于多数历年7月水平，进而推升货币乘数。在央行7月对基础货币把控仍然较为严格的情况下，货币派生速度较快保证了M2的稳健运行。

图1：7月我国货币乘数创历史新高



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图2：7月超储率估算值仅为1.1%，低于多数历年7月数值



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

## 2. 保就业目标即将完成需高度关注央行将首要目标切向金融稳定而收紧

稳健的货币政策可分为 4 类：略宽松、略紧缩、中性、灵活适度，由于我国央行最终目标比较多，在判断货币政策取向的时候只能抓主要矛盾，随着国内、国际经济背景的变化，对央行最终目标的重要性进行排序，来判断央行当前最关注的逻辑，从而判断其货币政策取向。

我国央行最终目标较多，包括四项常规目标经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡，一项隐性目标金融稳定，及转轨时期长期目标金融改革开放和发展金融市场。

当经济增长和充分就业为首要目标时，货币政策是稳健略宽松的，当物价稳定为首要目标时，货币政策是稳健略紧缩的，当国际收支和金融稳定为首要目标时，货币政策为稳健中性的，当各项目标均不是核心矛盾，即首要目标缺失时，货币政策是稳健灵活适度的。

疫情发生以来，保就业成为央行货币政策首要目标，货币政策维持稳健略宽松，但随着经济逐步回暖，调查失业率波动下行，即使在 7 月大学生毕业季，仅为 5.7%，距离 6% 的年度目标仍有距离，意味着失业率后续压力不大，保就业目标即将完成，而目前通胀或资本流出压力不大，不会成为央行首要目标，我们提示需关注货币政策首要目标由保就业切换至金融稳定而收紧。

图 3：我国央行最终目标最终目标比较多，在判断货币政策取向的时候只能抓住主要矛盾

货币政策		
操作工具	中介目标	最终目标
调整基准利率； 调整商业银行的法定存款准备金率； 公开市场操作； 再贷款、再贴现。	数量型： 货币供应量（M2）； 社会融资规模；  价格型： 利率； 汇率。	经济增长； 物价稳定； 充分就业； 国际收支平衡；  隐性目标：金融稳定  金融改革和开放； 发展金融市场。

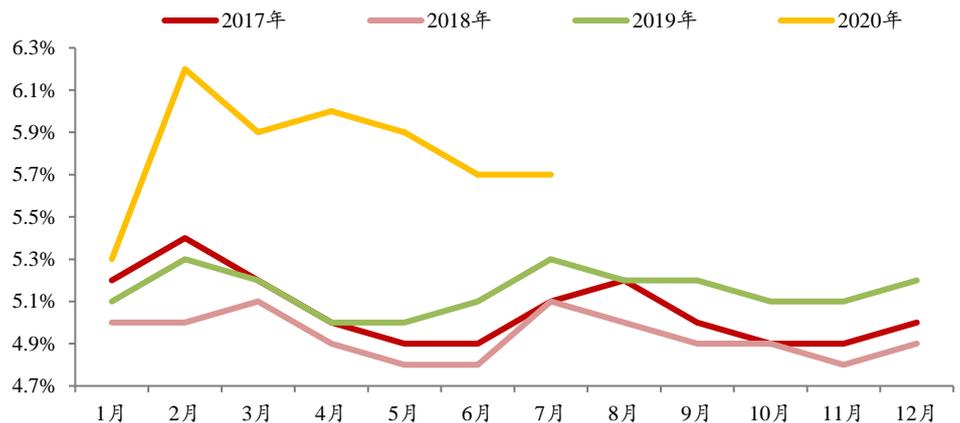
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：保就业目标即将完成需高度关注央行将首要目标切向金融稳定而收紧



资料来源：浙商证券研究所

图 5：7月调查失业率与6月持平，整体就业压力趋缓



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

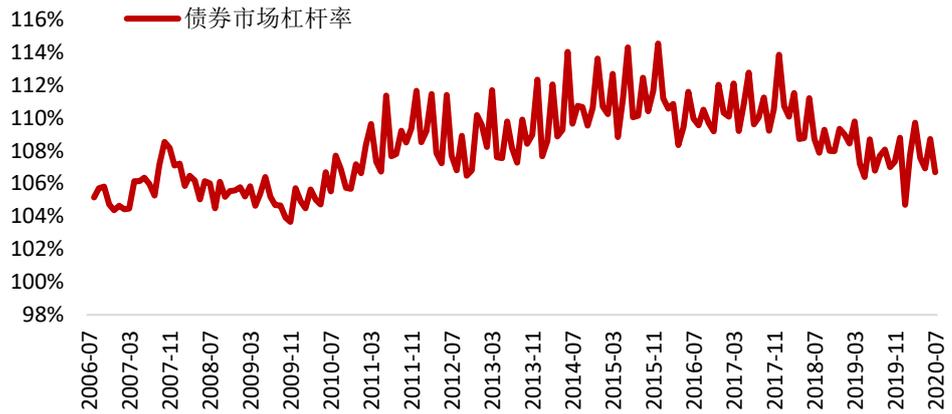
我们认为从防范金融风险的角度，央行需提前解决杠杆率高企问题，以防止出现金融稳定和物价稳定的两难，不仅是金融市场杠杆率也包括实体杠杆率。央行持续关注政策后遗症及杠杆率高企，人民银行党委书记、副行长郭树清近日在《求是》杂志上发表的观点指出，“在资金面宽松背景下，企业、居民、政府都可能增加债务。利率下行一致性预期强化后，有可能助长杠杆交易和投机行为，催生新一轮资产泡沫”。

上半年利率长期维持较低水平也引发金融机构加杠杆导致债市杠杆率高企，使用中债数据计算的中债杠杆率=托管量/(托管量-待购回债券余额)作为债市杠杆率度量指标，2020年一季度，债市杠杆率较去年底提高了约0.9%至109.71%，尤其是3月环比2月提高了约2个百分点，今年3月已经接近2016年四季度收紧流动性之前8、9月份的109.55%和110.5%。今年宏观杠杆率也快速上行，据央行测算，一季度受疫情影响，我国宏观杠杆率提升了14.5个百分点。

6月18日，易纲行长在陆家嘴论坛上发言指出“疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要注重政策设计激励相容，防范道德风险，要关注政策的“后遗症”，总量要适

度，并提前考虑政策工具的适时退出”。我们认为，一旦物价水平触及央行货币政策目标的容忍线，央行会选择紧缩的货币政策应对，若此时杠杆率过高，加息极易引发宏观经济及金融市场剧烈波动，使得央行在金融稳定和物价稳定之间面临决策两难，因此央行将提前采取前瞻性手段，收紧流动性、去化杠杆，保证一旦出现通胀，货币政策可以顺利收紧。

图 6：债券市场杠杆率今年一季度走高

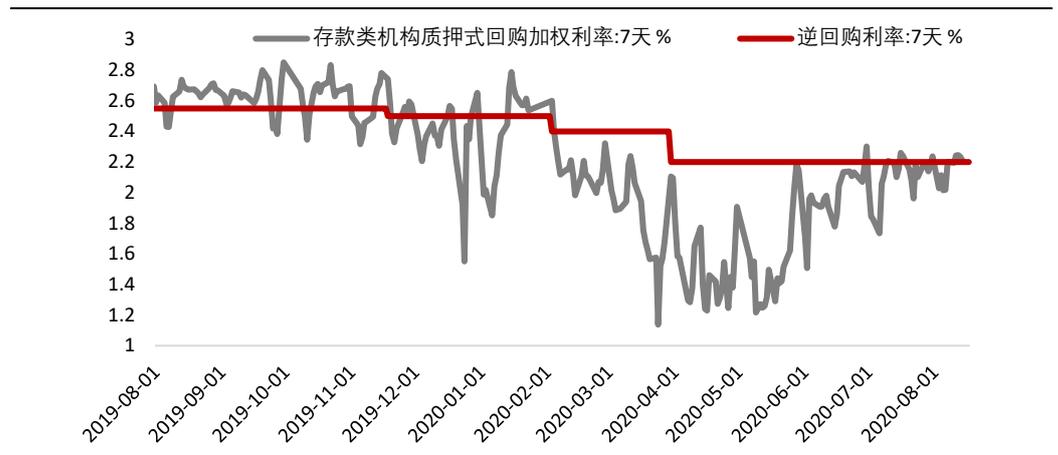


资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们提示核心跟踪 DR007 走势，若 DR007 持续性地位于 7 天逆回购利率上方，将意味着货币政策转向。人民银行在 2016 年第三季度的货币政策执行报告中明确提出“银行间市场存款类机构以利率债为质押的 7 天期回购利率（市场习惯以 DR007 指代）贴近公开市场 7 天期逆回购操作利率平稳运行，9 月份以来利率弹性有所增强，既体现经济基本面以及季节性变化规律，又合理反映流动性风险溢价。DR007 可降低交易对手信用风险和抵押品质量对利率定价的扰动，能够更好地反映银行体系流动性松紧状况，对于培育市场基准利率有积极作用”，这是央行首次明确将 DR007 作为短期利率锚，央行有意引导机构更加关注价格指标来判断流动性。

从 DR007 与 7 天逆回购利率之间的走势来看，今年 2-4 月，DR007 持续位于 7 天逆回购下方，并存在较大的利差，意味着流动性较为宽松，而随着 5 月以来央行边际收紧流动性，DR007 目前已经回到 7 天逆回购利率附近，个别流动性紧张时会攀升至 7 天逆回购利率上方，意味着央行维持流动性合理充裕。央行在今年二季度的货币政策执行报告下阶段政策思路中提出“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”，今年一季度的表述为“维护货币市场利率在合理区间平稳运行”，这样的表述体现出央行认为目前的市场利率水平是较为合意的。未来，若 DR007 持续维持在 7 天逆回购利率上方，即使在非月中、月末、季末等关键时点，我们认为可以判断货币政策趋紧的转向。

图 7：DR007 目前回到 7 天逆回购利率附近



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

### 3. 货币乘数过高在货币政策收紧初期往往基础货币收紧会超预期

$$\text{货币供应量} = \text{基础货币} \times \text{货币乘数}$$

$$\log \text{货币供应量} = \log \text{基础货币} + \log \text{货币乘数}$$

货币乘数过高的情况下，货币政策收紧初期，央行收紧基础货币幅度可能超预期，如公开市场操作净回笼流动性或拉长公开市场工具期限以提高金融机构加权融资成本等。

我们回顾一下 2016 年四季度至 2017 年这段典型货币政策边际收紧时的操作，大致经历了三个阶段：“缩短放长”，“提价保量”，以及“提价缩量”：

2016 年 3、4 季度的“缩短放长”。2016 年 8 月央行重启 14 天逆回购，9 月重启 28 天逆回购。同时，9 月最后一周央行回收流动性 4201 亿元，随后逐渐增加 14 天、28 天逆回购，减少 7 天逆回购。央行通过收缩公开市场操作和再贷款的短期资金供给，增加长期资金供给，即缩短放长策略，拉长了金融机构的融资期限，并进而提高了市场的加权资金成本。但是这样的操作带来一个后果，即政策利率与市场利率产生裂口，市场出现套利空间，因此央行于 2017 年春节前后全面上调政策利率。

2017 年 1、2 月份的“提价保量”，渐进式上调政策利率曲线。春节前后央行全面上调政策利率，1 月 24 日，分别上调 6 个月和 1 年期 MLF 利率 10BP 至 2.95% 和 3.1%。2 月 3 日，上调 7 天、14 天、28 天逆回购操作利率 10BP 至 2.35%、2.50%、2.65%；同时，上调 SLF 利率，SLF 隔夜利率上调 35BP 至 3.1%，7 天、1 个月利率均上调 10BP 至 3.35% 和 3.7%。但此时央行公开市场操作仍较为常规，处于“提价保量”状态。

2017 年 3 月份“提价缩量”。3 月 16 日，人民银行紧跟美联储加息，再次全面上调逆回购、MLF 和 SLF 利率，7 天、14 天、28 天逆回购操作利率上调 10BP 至 2.45%、2.60%、2.75%；6 个月和 1 年期 MLF 利率上调 10BP 至 3.05% 和 3.2%；SLF 隔夜、7 天和 1 个月利率分别上调 20、10、10BP 至 3.3%、3.45% 和 3.8%。同时，自 3 月 24 日至 4 月 12 日，央行连续 13 天暂停公开市场操作，这是 2016 年 1 月央行建立公开市场每日操作常态化

机制以来最长的一次，央行流动性管理进入“提价缩量”状态，对流动性的收紧力度强化。

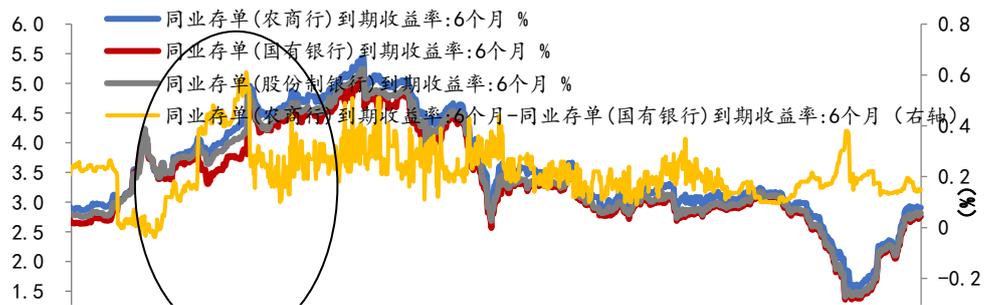
基础货币收紧对应着超储率的降低，2016-2017年间的“金融去杠杆”效果显著，银行超储率明显回落，2017年四个季度超储率分别为1.3%、1.4%、1.3%和2.1%，分别较上一年同期低0.7、0.7、0.4和0.3个百分点。

#### 4. 基础货币收紧在银行流动性分层下较难持续

我国的流动性传导方式是央行向一级交易商投放流动性，一级交易商中多数为大型商业银行，进一步大型商业银行向中小银行拆借流动性、银行向非银机构拆借流动性。在银行流动性分层的背景下，若央行收紧流动性，大行对中小银行的资金拆借意愿降低，中小银行会面临较大压力，因此基础货币持续收紧不可持续。

可以使用不同类型银行同业存单利率判断流动性分层，历史上流动性收紧时期，中小银行同业存单利率上行幅度均超过大行。以2017年为例，2017年一季度央行将表外理财正式纳入MPA，2017年3-4月银行业监管加强叠加2017年11月资管新规征求意见稿发布，货币政策配合流动性收紧。2017年各类银行同业存单到期收益率均有上行，6M农商行同业存单利率于2017年12月29日达到近四年峰值5.44%，而农商行与国有银行间同业存单到期收益率利差自3月下旬至6月持续都在30个BP以上，期间6月13日利差达到了61BP之高。

图8：流动性紧张时期，中小银行同业存单到期收益率上行幅度超过大行



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\\_3060](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3060)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn