

宏观专题报告

从货币派生倍数看全面降准的需要

宏观经济点评

投资要点:

- **11月M2同比增速触及8.2%关键水平，全面降准需要上升。**2019年11月，我国广义货币M2同比增速再度降至8.2%。根据本轮货币政策周期中全面降准的经验，8.2%可能是一个触发降准的临界增长率水平。从2018年到2019年的5次全面降准都是发生在M2同比增速触及或跌破8.2%的水平以后。反过来看，M2同比增速5次触及或跌破8.2%水平，有4次触发了全面降准，唯一一次没有触发的情况是发生在2019年1月刚刚全面降准以后。这说明该关键增长率水平对于货币政策的指示性意义较强。
- **中央经济工作会议有关表述进一步明确对货币政策模式的要求。**根据人民银行此前的论述，在稳健型货币政策的“语境”下，逆周期操作基本可以量化地理解为广义货币M2增速略高于名义GDP增速。因此，我们可以将当前中国的货币政策模式总结为一种“M2增长率的麦克勒姆规则”，即M2增长率盯住某个理想的名义GDP增长率目标，且保持略高于这一名义GDP目标增长率。2019年中央经济工作会议指出，“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本”。这一表述进一步明确了对我国当前货币政策模式的要求。
- **货币派生倍数变化趋势进一步支持2020年1月全面降准的概率。**进一步将M2分解为基础货币和货币派生倍数的乘积来看，则M2增长率分别受到基础货币增长率和货币派生倍数增长率的影响。由于我国基础货币当前处于水平震荡阶段，短期难有大幅扩张。而如果货币派生倍数不能继续提升，则该指标的同比增长率预计将在2020年2月份出现下滑，这将使M2同比增长率很难保持在合理区间。据此，我们认为2020年1月全面降准的概率较高。
- **风险提示：**货币政策对广义货币及社会融资增速下滑的容忍度提高，货币增速超预期下降。

证券分析师

陆兴元

资格编号：S0120518020001

邮箱：lu_xy@tebon.com.cn



内容目录

1. 11 月广义货币增长率回落至关键水平	4
2. 货币派生倍数变化趋势进一步支持 2020 年 1 月全面降准	5

图表目录

图 1: M2 同比增长率	4
图 2: 货币派生倍数	5
图 3: 基础货币同比增长率	5
图 4: 现金漏损率	6
表 1: 本轮货币政策周期历次全面降准前的 M2 增长率	4

1. 11 月广义货币增长率回落至关键水平

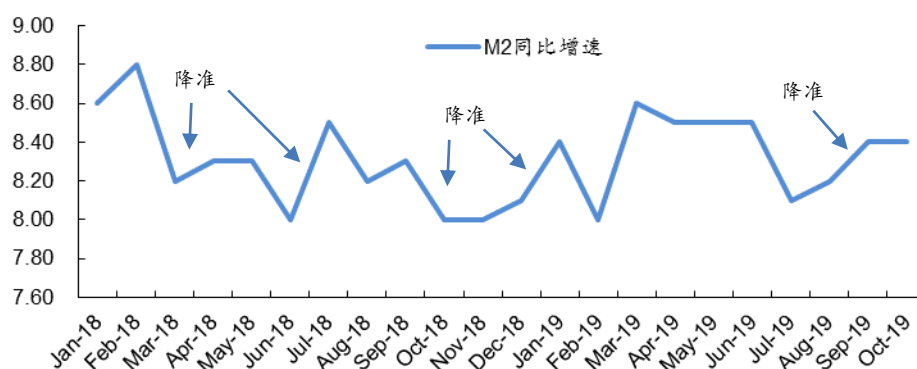
2019 年 11 月，我国广义货币 M2 余额达到 196.14 万亿元，同比增长率为 8.2%，较 10 月份回落约 0.2 个百分点。根据本轮货币政策周期中全面降准的经验，8.2%可能是一个触发降准的临界增长率水平。从 2018 年到 2019 年的 5 次全面降准都是发生在 M2 同比增长率触及或跌破 8.2%的水平以后。反过来看，M2 同比增长率 5 次触及或跌破 8.2%水平，有 4 次触发了全面降准。唯一一次没有触发的情况是发生在 2019 年 1 月刚刚全面降准以后。

表 1：本轮货币政策周期历次全面降准前的 M2 增长率

	降准时间	降准前 1 个月 M2 增长率	降准前 2 个月 M2 增长率
第一次降准	2018 年 4 月	8.2%	8.8%
第二次降准	2018 年 7 月	8.0%	8.3%
第三次降准	2018 年 10 月	8.3%	8.2%
第四次降准	2019 年 1 月	8.1%	8.0%
第五次降准	2019 年 9 月	8.2%	8.1%

资料来源：WIND，德邦研究所

图 1：M2 同比增长率



资料来源：WIND，德邦研究所

近两年来，M2 同比增长率指标在我国货币政策操作中的指示性意义有所加强。根据人民银行的权威阐述，在稳健型货币政策的“语境”下，逆周期操作基本可以量化地理解为广义货币 M2 增速略高于名义 GDP 增速。比如，人民银行行长易纲 2019 年 3 月在全国人大记者会上曾指出，“稳健货币政策是货币政策要体现逆周期调节。总量上要松紧适度，今年（注：指 2019 年）广义货币 M2 和社会融资规模增速要与 GDP 名义增速相匹配”。2019 年三季度货币政策执行报告也指出，“M2 和社会融资规模增速与前三季度名义 GDP 增速基本匹配并略高，体现了强化逆周期调节”。

因此，我们可以将当前中国的货币政策模式总结为一种“M2 增长率的麦克勒姆规则”，即 M2 增长率盯住某个理想的名义 GDP 增长率目标，且保持略高于这一名义 GDP 目标增长率。2019 年中央经济工作会议指出，“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本”。这一表述进一步明确了对我国当前货币政策模式的要求。

考虑到 2020 年是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，央行采取行动的门槛不应该大幅度提高。所以我们仍维持此前判断，即当 M2 同比增长率触及或跌破 8.2%时，全面降准的概率较高。

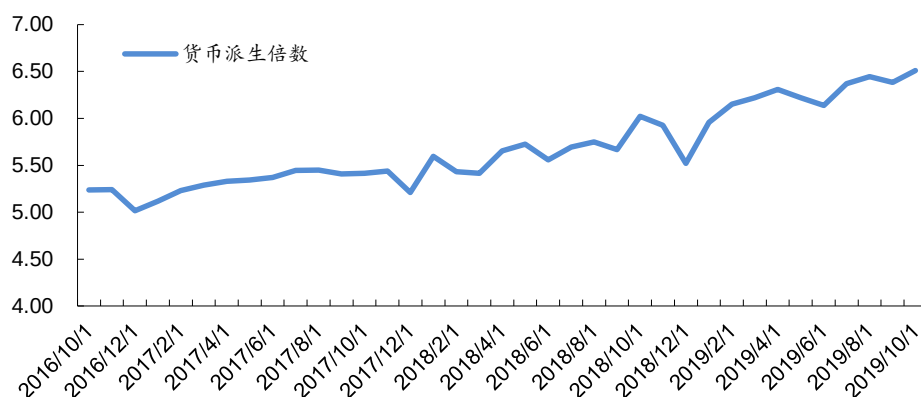
2. 货币派生倍数变化趋势进一步支持 2020 年 1 月全面降准

如果进一步将 M2 分解为基础货币和货币派生倍数的乘积，则 M2 增长率分别受到基础货币增长率和货币派生倍数增长率的影响。可以看到，近期 M2 增长率主要是由货币派生倍数的增长推动的。以 2019 年 10 月为例，M2 同比增长率约为 8.36%，而基础货币同比增长率仅为 0.22%，货币派生倍数的同比增长率约为 8.11%。

由于基础货币规模当前处于水平震荡阶段，特别是受制于稳定汇率的需要，短期内出现大幅扩张的概率不高。有理由预计，下一阶段的 M2 增长仍需依赖货币派生倍数的增长。截至 2019 年 10 月的货币派生倍数约为 6.51 倍。假设 2020 年 1 月不降准，且 2020 年 2 月的货币派生倍数仍为 6.51 倍，那么货币派生倍数的同比增长率将下降为 5.83%，这将对 M2 增长率形成明显制约。

需要指出的是，受年末节日因素影响，每年 1 月份的现金漏损率偏高，往往对货币派生具有阶段性的负面影响。因此，在 1 月份不降准的条件下，2 月份的货币派生倍数很难明显高于前一年 10 月份（参考 2017 年和 2018 年）。由此推断，如果 2020 年 2 月的 M2 同比增长率要保持在合理区间，则 2020 年 1 月全面降准的概率较高。

图 2：货币派生倍数



资料来源：WIND，德邦研究所

图 3：基础货币同比增长率



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_8273

