



管涛：降准幅度不够？人民币 急跌需应对？ 政策需克制应 对更大困难

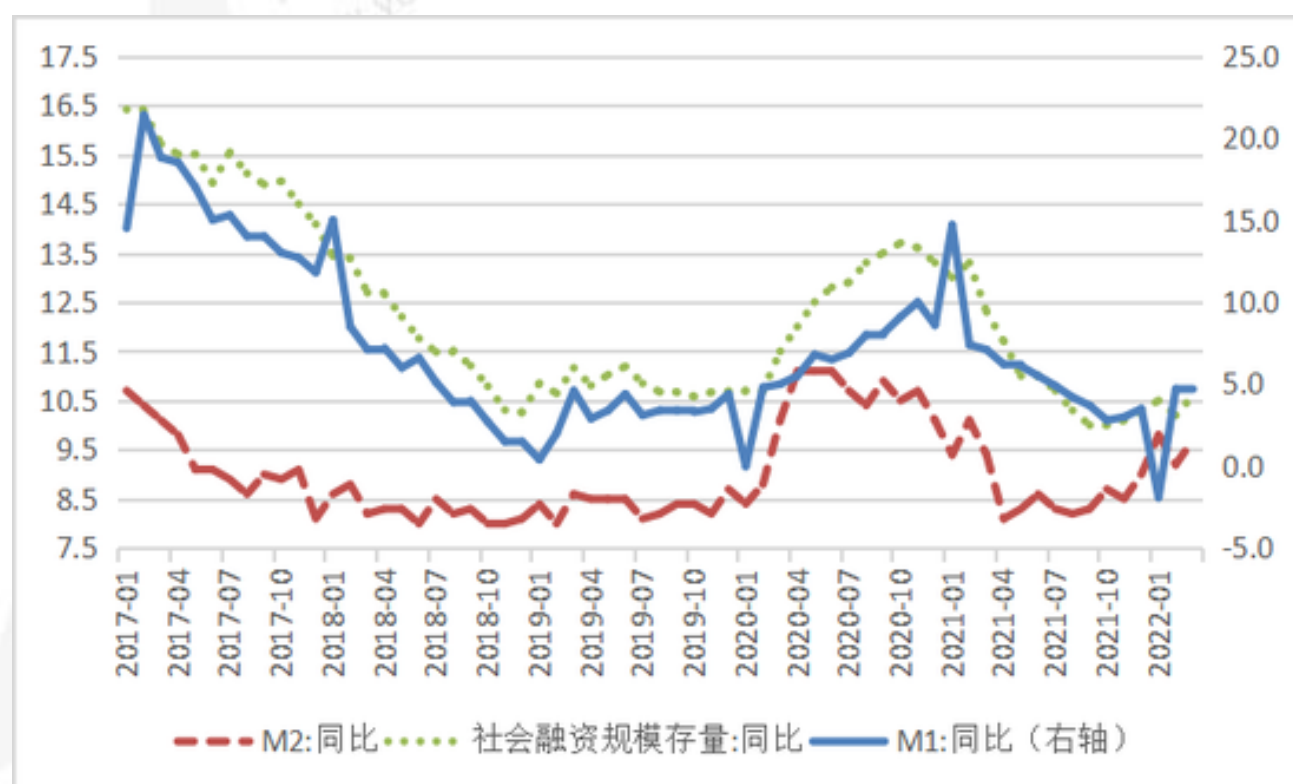


意见领袖 | 管涛

从高频数据看宏观杠杆率又有所上升

去年7月份以来,随着宏观调控重点重新转向稳增长,到今年3月底,央行已两次全面降准、一次全面降息,同时还继续利用结构性货币政策工具加大对经济薄弱环节和重点领域的支持力度。到今年3月底,狭义货币供应量(M1)同比增长4.7%,较上年底高出1.2个百分点;广义货币供应量(M2)增长9.7%,高出0.7个百分点;社会融资规模存量增长10.6%,上升0.3个百分点(见图1)。

图1: 货币供应量与社融存量同比增长(单位: %)



资料来源: 中国人民银行; WIND; 中银证券

有人质疑，前述三个指标虽然较去年底有所改善，但较 2020 年底增速仍分别回落了 3.9、0.4 和 2.7 个百分点，因此，提出货币政策应该更加积极。然而，从高频的宏观杠杆率数据看，无论是社融存量调整还是 M2 与年化名义 GDP 之比，今年一季度较上年末分别回升 4.5 和 5.9 个百分点，扭转了 2020 年四季度以来连续五个季度环比回落的态势，环比增幅分别为 2020 年三季度和 2020 年二季度以来新高（见图 2）。

图 2：中国三个口径的宏观杠杆率（单位：%）



数据来源：中国人民银行；国家统计局；社科院国家资产负债表研究中心；WIND；中银证券

注：（1）社融存量调整=社融存量-贷款核销存量-非金融企业境内募股存量；（2）年化名义 GDP 为往前四个季度滚动合计。

根据去年底中央经济工作会议和今年初政府工作报告的要求，保持 M2 和社融增长与名义经济增速基本匹配，显然当前货币政策确实是靠前发力了。同时，这也再次说明，评判货币信贷增长速度的快慢，不能孤立地看 M2 和社融的增速，还要看名义经济增速。今年一季度名义经济同比增长 8.9%，增速环比回落了 0.7 个百分点。

此外，到今年 3 月底，央行资产负债表规模较去年同期扩张了 15953 亿元。其中，从资产端看，国外资产增加 6988 亿元（主要反映了去年 8 月份国际货币基金组织分配 416 亿美元特别提款权的影响），对其他存款性公司债权增加 4691 亿元，其他资产增加 4592 亿元（主要反映了计提外汇储备经营收益的影响）；从负债端看，基础货币投放增加 8502 亿元，政府存款增加 5283 亿元，不计入储备货币的金融性公司存款增加 2142 亿元。

从 M2 增长的构成看，“宽货币”的发力点增多。到今年 3 月底，货币乘数为 7.45 倍，同比增长 6.9%，主要反映了去年下半年以来两次全面降准的影响，对同期 M2 增长的贡献率为 72.3%，较上年底贡献率回落了 31.0%；基础货币投放增长 2.6%，对同期 M2 增长的贡献率为 27.7%，由上年底的负贡献转为正贡献（见图 3）。

图 3：M2 同比增速的构成（单位：%）



数据来源：中国人民银行；WIND；中银证券

4 月份全面降准低于预期并非因美联储紧缩掣肘

今年 4 月 15 日，央行继去年底宣布全面降准 50BP 之后，再度全面降准 25BP 加定向降准 25BP。25BP 是中国史上最小幅度的全面降准，市场由此揣测，3 月份以来美联储紧缩预期不断增强，中美利差加速收敛甚至倒挂，束缚了央行的手脚。因此，央行既不愿意动用利率工具，降准也只是意思了一下。

但是，这恐怕曲解了央行的政策意图。4 月 14 日，央行有关部门负责人在一季度金融数据发布会上再度阐释了“以我为主”的货币政策内涵，即主要根据国内经济形势把握好稳健货币政策实施的力度和节奏，同时增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的功能。

通俗地讲，就是货币政策负责对内平衡，外汇政策负责对外平衡。

对于由此带来的后果，央行也早有清醒的估计。2018 年 10 月份，易纲行长在参加国际货币基金组织秋季年会时表示，央行的原则是国内优先，以国内经济为主来考虑货币政策，关注的重点是如何使中国经济高质量地发展，同时控制住金融风险。他还指出，任何选择都是有弊的。做一个选择，就要接受这一选择带来的后果和变化，包括对汇率的影响。

2018 年，央行为了稳增长迎着美联储四次加息并缩表，四次降准（包括年初普惠金融定向降准），保持市场流动性合理充裕，引导市场利率走低。当时之所以没有动用利率工具，主要原因或是中国刚刚走出 2015 年“8.11”汇改初期人民币汇率持续下跌的阴影，为避免降息释放更强的货币宽松信号，加剧市场贬值预期。

当前央行依旧坚持实施“以我为主”的货币政策，应该没有“被中美利差倒挂束缚了手脚”这方面的顾虑。因为 2020 年 6 月初这波人民币升值启动以来至今，资本外流、汇率贬值并没有成为突出的矛盾和问题。今年 3 月份，虽然遭遇了更大规模的外资减持，证券投资项下银行代客涉外收付逆差 414 亿美元，环比增长 28%，代客结售汇逆差 101 亿美元，增长 2.72 倍。但同期货物贸易项下银行代客收付顺差 510 亿美元，增长 98%，代客结售汇顺差 306 亿美元，增长 2.60 倍，导致当期银行代客涉外收付由上逆差 65 亿转为顺差 103 亿美元，代客结售汇顺差 199 亿美元，环比增长 6.77 倍（见图 4）。

图 4：银行代客涉外收付和结售汇状况（单位：亿美元）



资料来源：中债登；上清所；美联储；WIND；中银证券

如果说抵御资本外流冲击中国有“五重保护”的话，现在才刚刚触及第一道“防火墙”——基础国际收支顺差（贸易赤字国家才依赖外资流入），后面还有民间外汇储备（银行和企业持有的外汇头寸）、宏观审慎措施（如逆周期因子、远期购汇外汇风险准备金率、金融机构外汇存款准备金率、跨境投融资宏观审慎系数等）、官方外汇储备，最后才是行政干预手段。而且，汇率越灵活，越有助于及时释放市场压力、避免预期积累，那么各道“防火墙”的保护作用就越强。

4 月 25 日晚，境内银行间市场下午四点半的人民币汇率收盘价跌破 6.50 之际，央行出台了下调金融机构外汇存款准备金率 1 个百分点的措施，

给人民币的急跌行情降温。这是去年两次上调外汇存款准备金率各两个百分点的反向操作，反映了当前外汇形势的变化。此举有助于改善境内外汇流动性，扩大本外币利差，促进境内外汇市场的平稳运行，对于维持人民币汇率在均衡合理水平上的基本稳定有积极的信号作用。

当前保持政策克制是为应付更大的困难和挑战预留空间

关于 4 月份全面降准仅有 25BP 的原因，央行在降准当天的答记者问中给出了解释，即当前流动性已处于合理充裕水平。4 月 18 日，央行在发布金融支持防疫和经济社会发展工作 23 条新措施的新闻稿中进一步解释了流动性宽裕的原因，即为支持小微企业留抵退税加速落地，央行加快向中央财政上缴结存利润，截至 4 月中旬已上缴 6000 亿元，相当于投放基础货币 6000 亿元，和全面降准 25BP 基本相当。可见，当月实质性降准仍达到通常的 50BP。而按照 3 月 8 日央行披露上缴结存利润时的说法，本应该是按月均衡上缴，现在进度已经过半，对市场流动性的短期影响明显加大。这突出表现为降准之前市场流动性好于上月，4 月初至 14 日，日均 7 天存款类机构质押式回购加权利率（DR007）较 3 月份回落了 19BP；4

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_40869

