

# 货币政策进入微调期, 存贷基准利率之“锚”怎么抛?

邵宇

东方证券 首席经济学家

国家金融与发展实验室 特聘高级研究员

结合金融市场短期利率波动、信用债利差和近期信用违约集中爆发等情况来看, 当前流动性状况整体偏紧。央行此次扩大MLF担保品范围, 既有盘活存量债券流动性, 防范信用风险事件爆发的多米诺骨牌效应, 还有一点定向注入流动性的意思。中国房地产市场对流动性的“磁铁效应”造就了中国式的金融周期, 也决定了货币政策的总量调控往往难以实现预先设定的政策目标。

## 一、资管新规成关键因素

资管新规4月底正式落地, 虽然延长了缓冲期, 但在产品续发、资金池等方面都做了严格限制, 未来一段时间内, 资管新规仍将是影响流动性状况的关键因素。另一方面, 6月开始, A股正式纳入MSCI指数, 将会吸引部分国际机构资金配置A股票。除此之外, 央行行长易纲在博鳌论坛宣布了11条明确的金融开放措施, 其中有6条将在6月30日前落地, 剩下的5条在年底落地。这些措施都会加大国内金融市场波动的弹性。

长期来看，随着金融开放的步伐加快，国内金融市场的流动性受到国际因素影响会趋于明显。2018年是美联储加息与缩表“双收缩”的元年，5月美国非农数据好于预期，会进一步坚定美国收缩流动性的信心。欧洲方面，虽然去年3季度经济明显复苏，但今年以来仍显疲乏。但长期来说，欧洲可能会叠加美国，启动更大范围的缩表进程，对国内的流动性状况和利率都会施加压力。国内方面，在去杠杆进入下半场的当下，更易触发流动性风险和信用风险，顶层设计如何平衡稳增长、强监管与防范金融风险，是影响流动性的关键因素。在全球货币政策调控回归常态的背景下，流动性调控也是个不断试错与修正的过程。因为没有人知道触发风险的那道红线在哪里。

4月18号央行降低准备金率1个百分点所释放的万亿流动性，主要是对冲到期的MLF，剩下的约4000亿净投放。降准传统的含义是扩张性的货币政策，有利于提升总需求。但在去杠杆和防范金融风险的背景下，降准的更重要功能在于发挥流动性的调节作用。随着MLF等结构性工具在6、10、11月集中到期，不排除进一步降准对冲的可能。

## 二、未来受组合因素牵扯

影响中国未来货币政策工具组合的因素是多方面的。除了国内去杠杆和防风险的原有基调，还要叠加中美贸易摩擦和金融开放。降准的作用是通过加大货币乘数来进行流动性对冲，有助于流动性调节回归常态。

MLF的作用是资产负债表的扩张或者收缩，来提供流动性到期的续作，再加上精准投放。货币宽松与否最终要看这两个因素的油门离合器配合程度，降准是油门，回收MLF则是收缩基础货币。如果最终结果是广义货币M2增速超过名义GDP增速，则货币在加速投放经济在加杠杆，反之则是在去杠杆。需要指出的是，去杠杆过程中，风险暴露阵痛难免，希望决策当局可以保持定力，当然可以适当精准微调打些政策补丁。

此外现在市场也比较关心央行是否会加息。从中美10年期国债利差来看，它创下了2017年以来新低的70个bp，最高峰为150bp，已经腰斩。所以，加息的压力是有的。利差收窄的主要原因在于美国加息。从2017年3季度以来，中国10年期国债收益率曲线基本处于水平状况，但美国国债收益率一直上行。

但利率实际上是个非常复杂的经济与金融问题，要谈加息问题，也要明确区分加的是什么利息，还要分短期与长期。就国内而言，如果说的是金融市场的短端利率，2017年年初到2017年3季度一直处于“加息”状态，此后反而呈现波动下行状态。所以当市场一直中国央行是否会随着美联储加息的时候，实际上金融市场已经提前反应了。但现在，空间已经被挤压了，所以未来向上的压力会更大。

如果是指存贷款基准利率，一个方面，调整它的意义不像以前那样大了，因为现在存贷款利率的浮动区间已经全部放开了，银行可以根据

资金供求状况灵活调整。反而，如果央行主动调整基准利率，政策导向更加明确，反而可能触发风险。所以，存贷款基准利率这个“锚”，调整起来应该会比较谨慎。