

“降准+加息”或成政策组合选项

费兆奇 杨成元 时间：2018-06-06 来源：中国证券报·中证网

国家金融与发展实验室中国债券论坛

年初以来，央行继续实施稳健中性的货币政策，完善宏观审慎政策，加强预调微调和预期管理，货币政策从中性偏紧向边际宽松切换。下一步，面对更为复杂的内外部环境，稳健中性的货币政策基调不变，“降准+加息”或成为央行可选的有效政策组合之一，以维稳市场流动性平衡，继续为服务实体经济、防控金融风险发挥作用。

今年以来，央行灵活运用多种政策工具调节流动性，尤其是启用降准政策，补充基础货币，政策环境呈现边际宽松局面。

一是上半年政策边际宽松，市场利率有所下行。

环境依然复杂，货币政策由紧转松。上半年不确定因素增多，国内CPI和PPI出现低迷，央行启用CRA，实施普惠金融定向降准，放松大额存单利率上浮比例，下调法定存款准备金率置换MLF，降低实体经济融资成本，并灵活运用逆回购、中期借贷便利、常备借贷便利等工具提供不同期限流动性，调整金融体系流动性，维护银行体系流动性稳定。

M2增速总体平稳。4月末，广义货币供应量M2余额为173.8万亿元，同比增长8.3%，增速比上年末高0.2个百分点。

银行体系流动性总体稳定。一是金融机构各项存款增速稳定。1-4月份，金融机构各项存款余额增速分别为 10.5%、8.6%、8.7%、8.9%，总体稳定。二是商业银行资金净融出大幅增加，一季度 6 大商业银行、国开行等大型银行以及股份制等中型银行净融出 45 万亿元，净融出同比大幅增加 11 万亿元。

市场利率有所下行。1 个月 SHIBOR 从年初的 4.74% 下降至 5 月中下旬的 3.8% 附近，降幅近 100BP。1 年期国债到期收益率从年初的 3.7% 下降至 5 月初 2.9% 附近，后期略有上升，但稳定在 3.1% 附近。3 个月同业存单发行利率从年初高点 5% 以上，逐步下行至 4 月下旬最低点 3.8%，目前稳定在 4.5% 左右。

二是流动性不稳定因素仍然存在。

利率波幅加大。年初以来，利率波幅加大，尤其是 4 月 24 日，银行间市场隔夜质押式回购加权平均利率达到 4.0549%，盘中最高利率达到 21%，7 天质押式回购加权平均利率达到 6.1569%，盘中最高利率达到 18%。

债务违约事件连续爆发。强监管下，影子银行业务大幅收缩，表外融资呈“断崖式”下跌，弱资质信用主体“融资难、融资贵”问题进一步放大，引发部分企业资金链断裂。年初至 5 月，共有 20 只债券发生违约，已违约债券涉及金额超 150 亿元，高于去年同期 13 只债券发生违约（违约金额 100 多亿元）。

利率呈现双轨，价格机制发挥效用受限。虽然市场利率有所下行，但金融机构贷款利率在上升，呈现紧信贷格局，一方面是受经济稳中向好、信贷需求旺盛等因素影响；另一方面是监管趋严，表外融资收缩，表内信贷额度紧张导致。政策利率尚不能有效传导至债券市场和信贷市场，价格机制发挥作用受限。

当前货币政策面临两难。一方面，“防风险、严监管”仍是主基调，美国货币政策正常化加快，美元走强，国内的货币政策不存在持续宽松的基础。另一方面，诸多不确定因素激化影响全球经济复苏，外部环境更为复杂；资产新规、去杠杆等严监管政策实施，基建投资增速明显回落，房地产投资增速整体回落，中国经济在需求端有弱化的风险，货币政策更不存在收紧的基础。

未来，面对复杂的环境形势，“降准+加息”或成为央行可选用的有效政策组合选择。在价格方面，重视引导和预期，针对美国加息，随行就市，保持合理的利差水平。在基础货币供给量方面，运用降准政策释放资金，在具体操作手法上可能继续运用定向、对冲等结构化手法，以引导释放资金流向国家重点建设领域以及经济薄弱环节等领域；在金融体系内部，不排除继续置换中期借贷便利（MLF），降低银行资金成本，优化银行体系流动性结构。具体来说：

一是市场利率难以继续下降，加息概率增加。

从国际环境来看，利差不断收窄。年初以来，市场利率拐头下行，中美利差不断缩小，10年期中美国债利差从年初的140BP以上降至5

月末的 70BP 以下。目前，美国货币政策正常化在加快，市场预计美联储 6 月份按计划加息，中美利差将进一步收窄。央行可能继续随行就市，通过上调 OMO、MLF 等短期政策利率，保持中美利差一定距离，维持人民币汇率稳定。

利率下行的政策环境不在。央行一季度货币政策报告指出，下一阶段，将保持货币政策的稳健中性，管住货币供给总闸门，把握好稳增长、调结构、防风险之间的平衡，在杠杆率方面，国内杠杆率增速虽得以控制，但仍在高位，稳杠杆将成为未来调控方向，利率下行的政策环境不在。

防风险、严监管仍为下半年主基调。央行一季度货币政策报告指出，打好防范化解重大金融风险攻坚战，主要是积极化解影子银行风险，稳妥处置各类金融机构风险，全面清理整顿金融秩序，这些深层次因素制约政策放松，避免助推市场风险隐患继续上升。严监管下，资管、流动性等新规落地实施，表外融资收缩，表外融资向表内转化，引起商业银行资本充足率、存贷比等流动性指标压力加大，紧信贷格局还将延续，贷款利率难以下降。

国际原油价格不断攀升，输入性通胀或导致 PPI 和 CPI 上行压力增加；另外，房地产价格居高不下，加杠杆投资炒房仍未遏制，不利于利率下降。

二是稳步下调存款准备金率，降低成本，维稳流动性。

外汇占款的下降，需要降准补充基础货币。近年来，随着外汇占款的下降，央行公开市场操作、再贷款和贴现窗口等渠道成为主要货币投放渠道，但央行的制约已日渐暴露，2016年末以来，基础货币增速持续回落，同比增速从10.2%下降至2018年1季度末的6.29%，维持在低位增长，需要货币乘数的提升来稳定货币投放量，今年以来，央行采用准备金率，取得了一定的效果，货币乘数从2017年末的5.21上升至2018年4月末的5.69。随着我国经济增长方式的转变，贸易顺差继续呈下降趋势性，为保证货币乘数高位运行，维持货币平稳增长，降准是必要选择。

降准有利于降低融资成本，维稳流动性。对商业银行来说，依靠再贷款（包括OMO、SLF、MLF、PSL）等方式获取的资金成本高、期限短，另外，再贷款具有不对等性，主要是被大型商业银行使用，大行有充足的优质抵押品，可以拿到这些资金，中小银行优质抵押品少，只能从大型商业银行借钱，导致中小银行资金成本更高；采用降准补充流动性，释放的资金不管全部置换MLF，还是直接净投放，成本更低，更为稳定，有利于降低实体融资成本，减少商业银行资产负债结构的期限错配程度，进而从根本上维稳金融体系的流动性。

存款保险制度的推出，为存款准备金率下调提供了安全基础。随着存款保险制度的推出，存款准备金作为流动性风险准备的部分职能也将逐步弱化，存款准备金率逐步下降是一个长期趋势。

三是打通市场利率和存贷款基准利率传导障碍。当前利率呈现双轨制，利率传导机制存在障碍，央行的利率调控尚不能通过市场利率体系之间的联动传导至整个经济体系。疏通政策利率向金融市场及实体经济的传导是下一步实施重点，进而可以发挥价格调节机制。