

中国宏观专题报告

中国货币政策框架：走向新常态

我们在2015年3月9日发布《寻找中国货币投放的新常态》专题报告，较早分析了中国货币政策框架转型的路径与影响。两年过去，未来已来。货币政策框架调到哪了？相关影响有何体现？

我们曾用“奇葩”来形容中国央行资产负债表，而“奇葩”之处主要在两方面：**1）资产规模急剧扩张。**自加入WTO到2014年底，央行资产负债表规模扩张了6.5倍，年化增速16.7%。常规货币操作下中国央行的扩表速度并不比非常规操作下美联储的慢多少。**2）国外资产绝对主导。**至2014年底，国外资产占中国央行总资产82.4%，而无论危机前后，国外资产占美联储总资产份额都不到3%。作为世界第二大经济体，中国一度是以美元信用而非国家信用为基础来发行货币的。

这背后的成因是此前持续的外汇流入以及缺乏弹性的汇率机制，但在过去两年情况发生了显著变化：中国在2015~16年出现了巨额外汇净流出；同时，为应对经济下行压力，央行从2014年重启货币宽松，需要保持货币总量合理增长。央行资产负债表相应发生了深刻调整：

- ▶ **资产负债表规模扩张减速。**从2014到2016年底，央行总资产仅扩张了1.6%，其中2015年萎缩了6.0%。
- ▶ **国外资产规模和份额显著下降。**央行所持国外资产从2014到2016年底下降了17.5%，占总资产份额从82.4%降至66.9%。
- ▶ **对其他存款性公司债权迅速扩张。**央行对其他存款性公司债权从2014到2016年底扩张了2.4倍，占总资产份额从7.4%升至24.7%。

央行资产负债表的演变反映了货币供给方式的变化。随着外汇占款成为基础货币回笼而非投放的主渠道，央行主要通过公开市场操作和各类再贷款便利操作抵补流动性。同时，央行连续降低法定存款准备金率，提高了货币乘数。具体地，广义货币扩张动能在**2015年主要来自准备金率降低而在2016年为公开市场和再贷款操作。**

新货币供给方式也为利率调控提供了一个契机，一个利率走廊机制趋于形成。而且随着央行操作规模加大，政策利率的影响正进一步增强。

新货币供给方式为国内需求和经济增长提供了更直接的支撑。过去两年货币总量扩张总体不算太快，但对经济刺激的效果超出人们预期。我们认为，一个很重要的原因是货币背后基础资产的重大变化。过去以国外资产为基础发行货币等于借钱给国外资产的发行人，如美国政府；而现在以国内资产为基础发行货币是为中央和地方政府等主体提供融资，有助于直接扩大内需。这曾被一些人称为中国式“QE”，但不失为中国重组公共部门资产负债表、降低财政负担和提振经济活动的明智选择。

往前看，走向货币政策新常态还有哪些要做？特别地，如果人民币汇率企稳，外汇流出转为流入，央行货币操作又将如何应对？

我们认为，中国需要建立起以国家信用为基础的货币发行机制。即便未来外汇转为净流入，中国不应或许也不会重拾过去的货币供给方式。外汇压力缓解之后，中国应适时推进人民币汇率改革，减轻央行干预和对冲的压力。同时，央行需要继续完善货币投放工具，包括再贷款操作规则及抵押品管理框架。我们认为，央行应该增加对政府债券的现券购买和长期持有，包括对现在持有的即将到期的特别国债进行转期。我们预计2017年不会降准，但中期看，中国终究需要一个合理且稳定的准备金率——我们认为应回到10%左右。准备金率正常化有助于减轻银行隐性负担，释放增长潜力。央行之外，财政和货币政策应加强协调，包括建立以定额管理为基础的国库经营体系、继续完善地方财政制度等。

分析员

余向荣

SAC 执证编号: S0080517030001
SFC CE Ref: BFA907
xiangrong.yu@cicc.com.cn

分析员

梁红

SAC 执证编号: S0080513050005
SFC CE Ref: AJD293
hong.liang@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 内需增长强劲，CPI 走势温和 (2017.03.12)
- 宏观经济 | 美国2月总CPI同比增速可能进一步跳升 (2017.03.12)
- 宏观经济 | 新增非农就业人数再起预期，3月加息几成定局 (2017.03.10)
- 宏观经济 | 欧央行3月议息会议：增长前景改善，宽松预期不再 (2017.03.09)
- 宏观经济 | 货币政策退出宽松，融资条件边际趋紧 (2017.03.09)
- 宏观经济 | CPI节后大幅走低，PPI升至本轮新高 (2017.03.09)

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



中国货币政策框架：走向新常态

我们在2015年3月9日发布《寻找中国货币投放的新常态》专题报告，较早分析了中国货币政策框架转型的潜在路径及市场涵义。两年过去，未来已来。货币政策框架调到哪了？还有哪些要做的？政策转型对经济和市场的影响有何体现？本文通过回顾2015~16年货币操作及改革措施并展望货币政策转型未尽之路来回答这些问题。

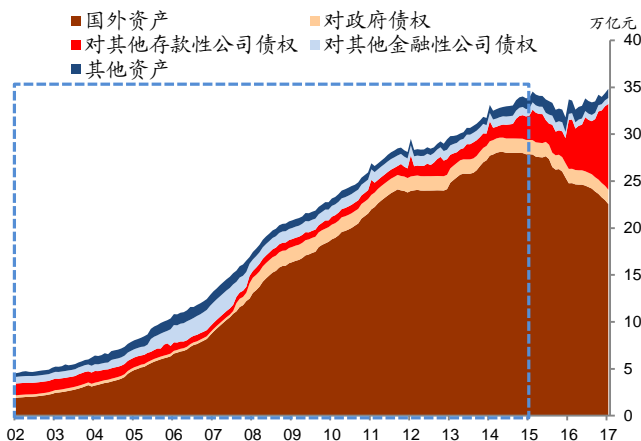
央行“奇葩”的资产负债表已显著改观

我们曾用“奇葩”来形容中国央行的资产负债表。其“奇葩”之处主要体现在两个方面：

- ▶ **资产规模急剧扩张。**中国加入WTO以来，央行资产负债表规模从2002年初的4.5万亿元到2014年底的33.8万亿元，扩张了6.5倍，年化增速16.7%；其中2002~08年高峰阶段，年均增速达24.2%（图表1）。相比之下，美国次贷危机爆发后，美联储从救助金融机构到实行三轮量化宽松，资产负债表从2007年底的0.9万亿美元到2014年底的4.5万亿美元，扩张了4倍，年化增速26.0%；而此前在2002~07年间，年均扩张速度仅为4.0%（图表2）。也就是说，常规货币政策操作下中国央行的扩表速度并不比非常规操作下美联储的慢多少。
- ▶ **国外资产绝对主导。**截至2014年底，国外资产占中国央行总资产82.4%；次之，对其他存款性公司债权和对政府债权分别占7.4%和4.5%。这与美联储的资产结构截然不同。美联储持有的主要是国内资产。次债危机前，美国国债占它总资产的85%以上；为应对危机，美联储大幅增持抵押贷款支持证券（2014年底占总资产的38.6%）和其他资产，资产构成有所变化。但无论危机前后，外币计价资产占美联储总资产的份额都很小——危机前不到3%，危机后更降为0.5%。作为最后贷款人，美联储有完善的再贷款机制，但除了在金融危机的高峰期，其资产负债表上央行贷款相关科目通常都接近于零。换言之，作为世界第二大经济体，中国一度是以美元信用而非国家信用为基础来发行货币的。

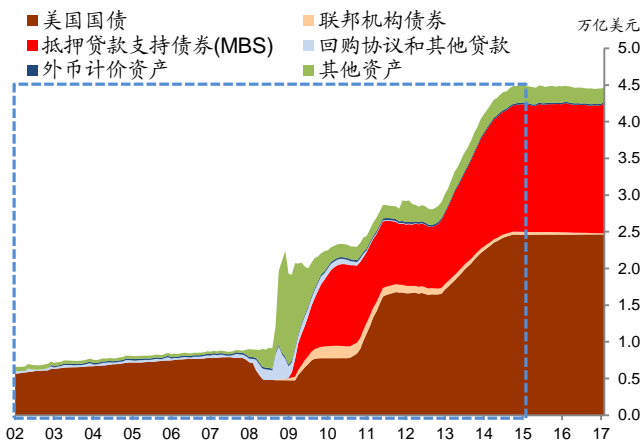
而这背后的成因是此前持续的外汇流入以及缺乏弹性的汇率机制。新世纪以来，中国曾面临经常账户和资本账户持续的“双顺差”，带来了大规模的外汇净流入（图表3）。2002~14年间，资本账户仅在2012年和2014年录得小幅逆差，但加上经常账户盈余，仍有可观的外汇净流入。同时，央行为避免人民币汇率过快升值，在外汇市场上进行大规模干预，导致国外资产迅速累积。2005年汇改之后，人民币较为确定的缓慢升值态势反而放大了资本流入；直到2014年，央行持汇有增无减。

图表1：2014年前，中国央行资产负债表持续快速扩张



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表2：2014年前，美联储资产负债表有过非常规扩张



资料来源：Haver Analytics，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



到2015年初，我们注意到这些情况正在发生变化：央行国外资产的增速已从2004年高峰时的50.8%降至2014年的2.3%（图表4），而这必将引发货币政策框架的调整。过去两年，央行资产负债表继续发生着深刻的变化（图表5）：

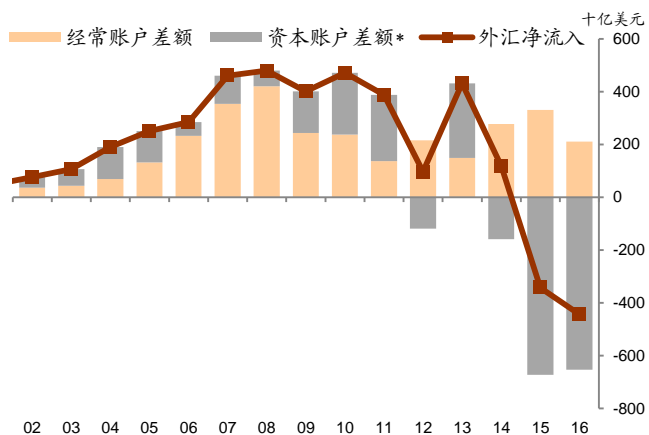
- ▶ **资产负债表规模扩张减速。**从2014年底到2016年底，央行总资产仅扩张了1.6%，其中2015年萎缩了6.0%。资产负债表的扩张动能大幅衰减。
- ▶ **国外资产的规模和份额均显著下降。**央行所持国外资产从2014年底的27.9万亿元下降了17.5%至2016年底的23.0万亿元，国外资产占央行总资产份额从82.4%降至66.9%。主要地，外汇资产两年减少了18.9%，所占份额从80.0%减至63.8%。按市场价值计，对应的外汇储备从2014年底的3.8万亿美元缩减了21.7%至2016年底的3.0万亿美元。
- ▶ **对其他存款性公司债权迅速扩张。**央行对其他存款性公司的债权从2014年底的2.5万亿元扩张了近2.4倍至2016年底的8.5万亿元，占央行总资产的份额从7.4%显著上升至24.7%。

央行资产负债表调整是国际收支变化以及国内逆周期管理的结果。过去两年，虽然中国经济增速有所放缓，但仍然保持大规模经常账户盈余（所谓“衰退式顺差”），2015年和2016年分别为3,306和2,104亿美元。资本账户2014年逆差1,597亿美元，2015年、尤其8月汇改后形势进一步恶化，全年创纪录地逆差6,735亿美元，2016年继续逆差6,539亿美元（均包含误差遗漏项）。结果是，中国在2015年和2016年出现了巨额外汇净流出。央行不得不减持国外资产以稳定人民币汇率，导致了国外资产的萎缩和总资产的扩张无力。同时，为应对经济下行压力、走出通缩，央行2014年重启货币宽松，相应地需要保持货币总量合理增长。面对外汇占款流失，央行通过公开市场和再贷款等操作投放基础货币，带来了国内资产、尤其是对其他存款性公司债权的快速扩张。

与资产端变化对应，过去两年基础货币增长较为乏力。2015年，基础货币萎缩了6.0%，是有史以来的首次负增长。2016年，随着对其他存款性公司债权的扩张，基础货币才重回扩张，增长了11.8%（图表6）。两年间基础货币年均增长2.5%，与2002~14年间平均16.9%、2007年高点30.6%的增速形成鲜明对比。基础货币增长乏力制约了广义货币M2的扩张，在宽松幅度较大的2015年M2增长13.3%，而在2016年M2增速则录得历史最低的11.3%（图表7）。货币宽松更多体现为利率、尤其是真实利率的下行。

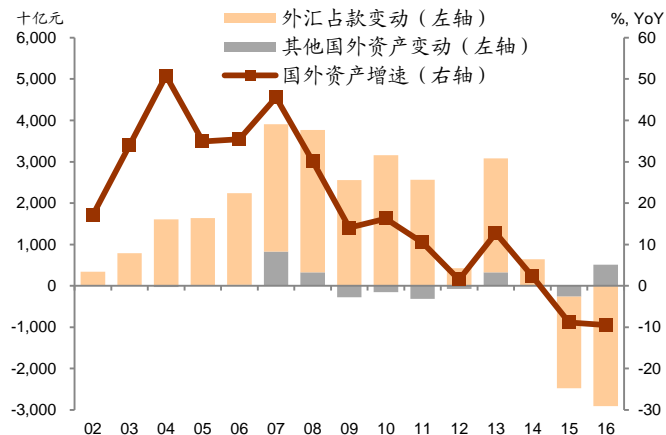
此外，政府存款有所减少。过去两年，财政政策积极助力稳增长，实际赤字率分别达3.5%和3.8%，高于预算赤字率2.3%和3.0%。扣除调入预算基金，2015年和2016年分别有6,351和4,774亿元来自当年盘活的存量财政资金，其中在央行的政府存款分别减少了4,096和2,116亿元。虽有所下降，到2016年底仍有2.5万亿元政府存款处于央行资产负债表上，是央行的第二大负债项。

图表3：外汇从持续大规模净流入到净流出



注：*资本账户差额为资本账户、非储备性质金融账户和净误差与遗漏三项的差额之和。
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表4：央行国外资产从两位数正增长到负增长



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

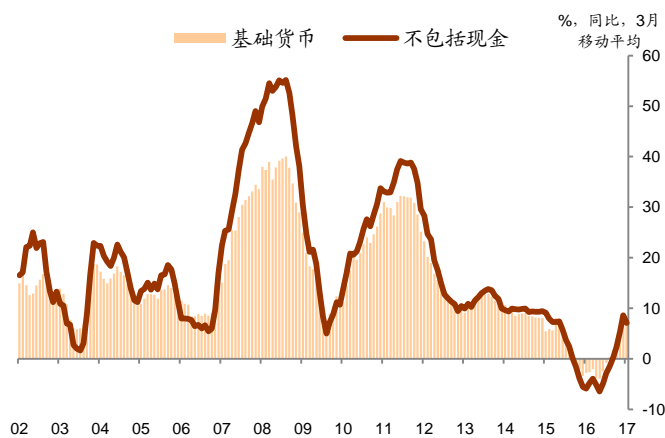


图表 5: 2015~16 年, 央行资产负债表发生了深刻变化

资产 (万亿元)				负债 (万亿元)			
	2014	2016	变化		2014	2016	变化
国外资产	27.86	22.98	-4.88	储备货币	29.41	30.90	1.49
外汇	27.07	21.94	-5.13	货币发行	6.72	7.49	0.77
货币黄金	0.07	0.25	0.19	其他存款性公司存款	22.69	23.41	0.72
其他国外资产	0.73	0.78	0.06	不计入储备货币的金融性公司存款	0.16	0.65	0.49
对政府债权	1.53	1.53	0.00	发行债券	0.65	0.05	-0.60
对其他存款性公司债权	2.50	8.47	5.98	国外负债	0.18	0.32	0.14
对其他金融性公司债权	0.78	0.63	-0.15	政府存款	3.13	2.51	-0.62
对非金融性部门债权	0.00	0.01	0.01	自有资金	0.02	0.02	0.00
其他资产	1.15	0.75	-0.40	其他负债	0.27	-0.07	-0.35
总资产	33.82	34.37	0.55	总负债	33.82	34.37	0.55

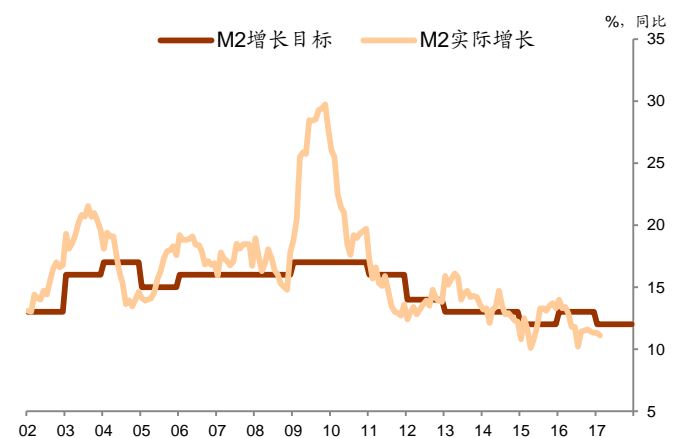
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 6: 2015~16 年, 基础货币增长较为乏力



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 7: 2015 年 M2 增长 13.3%, 2016 年仅增 11.3%



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

货币投放方式已明显变化

央行资产负债表调整的背后是基础货币投放方式的变化。持续外汇流出意味着以国外资产为基础的货币供应方式难以为继。实际上, 过去两年, 外汇占款是货币回笼而非投放的主要渠道。央行主要通过公开市场和再贷款操作抵补流动性。一方面, 公开市场操作规模在过去两年明显增加 (图表 8), 而且央行于 2016 年 2 月将原先每周二、四操作改为每个工作日均开展操作。从 2014 年底至 2016 年底, 央行逆回购余额增加了 13,150 亿元。另一方面, 央行创设了一系列再贷款工具以满足不同的流动性需求 (图表 9)。央行在 2013~14 年间先后推出短期流动性调节工具 (SLO)、常备借贷便利 (SLF)、中期借贷便利 (MLF) 和抵押补充贷款 (PSL) 等新工具, 但实际使用仍然较少。到 2015~16 年, 各类借贷便利成了基础货币供给的主要渠道。尤其, 从 2014 年底至 2016 年底, MLF 余额增加了 2.8 万亿元, PSL 余额增加了 1.7 万亿元, 提高了中长期货币的供给 (图表 10)。近期, 央行还设立了临时流动性便利操作 (TLF), 为春节假期间现金投放占比较高的几家大型商业银行提供流动性支持, 当时投放规模不低于 6,000 亿元, 但到期后未续作¹。公开市场和再贷款两方面操作最终都体现为央行对其他存款性公司债权, 而随着国外资产萎缩, 该项在总资产中的份额相应扩大 (图表 11)。

央行降低法定存款准备金率提高了货币乘数。与公开市场和再贷款操作不同, 央行下调存款准备金率不改变基础货币规模, 但会从法定存款准备金中释放更多流动性, 提高货

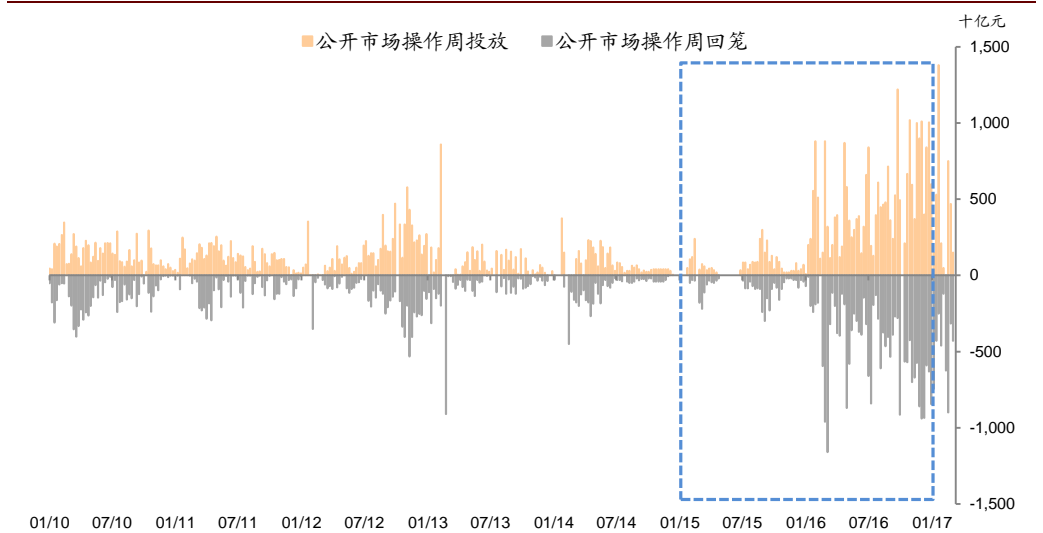
¹ http://www.cs.com.cn/xwzx/jr/201702/t20170217_5179967.html


币乘数，从而提升广义货币增速（图表 12）。2015 年，其他操作工具投放未能填补外汇占款流失带来的基础货币缺口，但央行进行了 4 次降准，共下调准备金率 250 个基点，货币乘数显著提高（图表 13）。到 2016 年，由于降准的宽松信号过强、会增加人民币贬值压力，同时中国经济也逐步进入了再通胀轨道，于是央行仅在 3 月进行了一次降准操作。因此，在 2016 年，公开市场和再贷款操作以增加基础货币供给是广义货币扩张的主要动力；尤其在下半年，货币乘数反而有所下降。

总之，货币扩张的动能在 2015 年主要来自准备金率降低而在 2016 年为公开市场和再贷款操作。为量化它们各自对货币供给的影响，我们用圣路易斯联储方法对基础货币进行调整，调整项为准备金变动带来流动性的变化²。分析显示，国内净资产已从过去冲销外汇流入转为对冲外汇流出的影响（图表 14）。从对冲效果来看，2015 年准备金的贡献是主导的，而 2016 年公开市场和再贷款操作的贡献是主要的（图表 15）。

需要指出的是，货币乘数的扩大还跟实际准备金率的降低有一定的关系。我们在 2016 年 5 月 15 日发布的《存款准备金要求多有效？》中指出，近年来，由于银行非存款负债的扩张，法定准备金存款占银行总负债的比例（即“有效”准备金率）下降很快（图表 16）。“有效”准备金率下行降低了银行与准备金要求相关的隐性融资成本，从而增强其信贷扩张的能力。数据表明，货币乘数与“有效”准备金率有很强的相关性（图表 17）。“有效”准备金率下行是支撑较高货币乘数的因素之一。

图表 8：2015~16 年，央行公开市场操作规模明显放大



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 9：央行主要的流动性管理工具

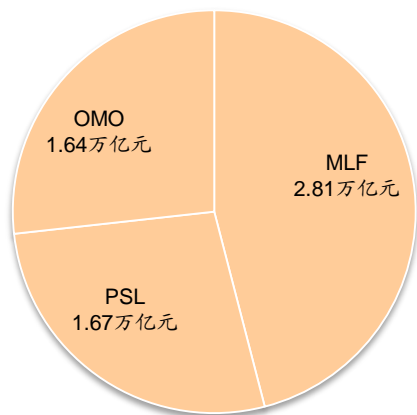
流动性管理工具	创设时间	对象	期限	利率	主要功能
公开市场操作 (OMO)	1998年5月	公开市场业务一级交易商*	7/14/28天	央行决定	调节市场流动性
常备借贷便利 (SLF)	2013年初	政策性银行、全国性商业银行	1-3个月	央行决定	满足期限较长的大额流动性需求
短期流动性调节工具 (SLO)	2013年1月	公开市场业务一级交易商*	1-7天	央行决定	公开市场常规操作的必要补充
抵押补充贷款 (PSL)	2014年4月	政策性银行	通常3-5年	央行决定	支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而提供期限较长的大额融资
中期借贷便利 (MLF)	2014年9月	符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行	3-12个月	央行决定	提供中期基础货币
临时流动性便利 (TLF)	2017年1月	大型商业银行	28天	与OMO利率大致相同	提供临时流动性支持

注：*公开市场业务一级交易商目前包括五大行、股份制银行、城商行、外资银行和证券公司在内的 48 家金融机构，每年 1 季度央行会进行评审和调整。
资料来源：人民银行，中金公司研究部

² 具体而言，调整后的准备金 = 准备金 + 调整项，调整项(t) = 调整项(t-1) + [r(t-1) - r(t)] × D(t)，其中 r 代表存款准备金率，D 代表应缴纳准备金的存款。

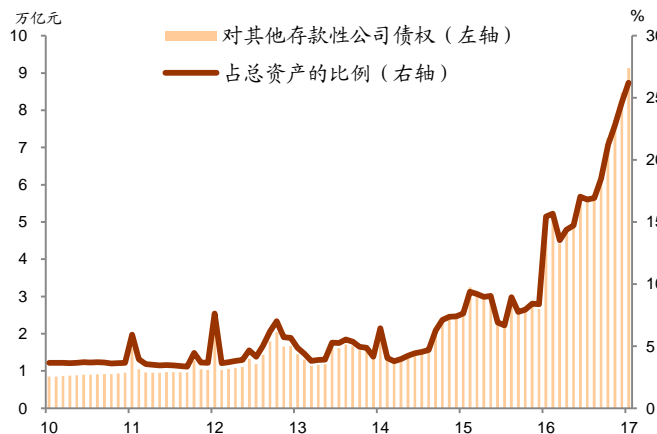


图表 10: 2015~16 年，央行再贷款投放的构成情况



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 11: 2015~16 年，央行对其他存款性公司债权激增



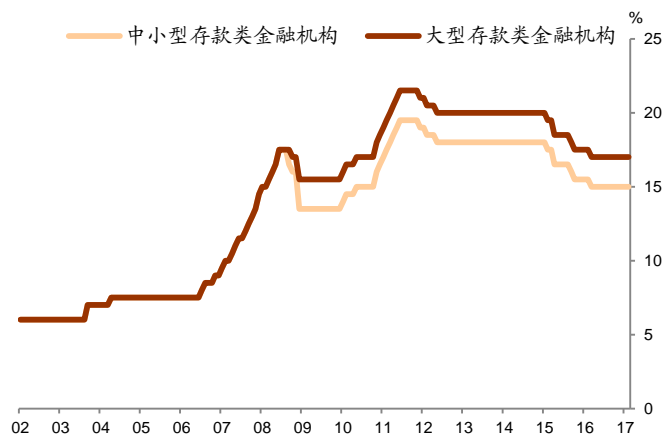
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 12: 2015~16 年，货币乘数大幅攀升



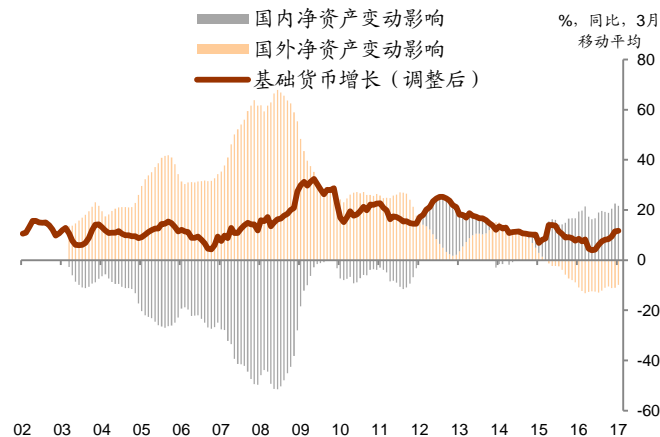
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 13: 2015~16 年，央行共降准 5 次



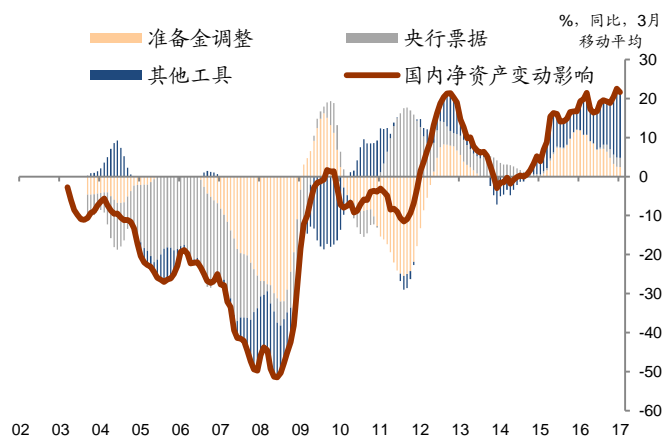
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 14: 国内净资产的贡献从冲销外汇流入转为对冲外汇流出的影响



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 15: 从对冲效果看，2015 年准备金调整的贡献主导，2016 年公开市场和再贷款操作的贡献主导



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 16: 需缴准的企业和住户存款占银行总负债比例下降



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 17: 货币乘数与“有效”准备金率有很强的相关性



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

价格型调控趋于增多

过去两年，中国形式上完成了利率市场化（图表 18）。人民币加入 SDR 篮子是利率体系改革的重要“催化剂”。继 2013 年取消金融机构贷款利率的区间管理，央行于 2015 年推出了存款保险制度，于 10 月正式取消了存款利率的上限管制。至此，存贷款利率均完成了形式上的市场化。随着利率管制的取消，央行往后需要通过政策利率引导货币市场、债券市场和信贷市场利率，建立起价格型的政策框架。

货币政策框架从数量型向价格型转变也是金融创新活动发展的必然结果。我们在 2016 年 5 月 5 日发布的《中国漫长而波折的利率市场化之路》报告中梳理了美国货币政策转型的经验，发现：随着金融活动日益扩张和复杂化，货币和金融总量数据越来越难以充当货币政策操作的有效中间目标。目前中国正处于类似的历史阶段。例如，从银行负债端看，银行理财、同业业务等的发展使得银行总负债和 M2 增速之差在过去两年呈扩大趋势（图表 19）；从银行资产端看，资金委外等业务的快速扩张使得银行对其他金融机构债权不断攀升（图表 20）。而这之外还有规模庞大的表外业务。非银金融机构以及金融创新活动的发展使得 M2、信贷和社融等数量指标越来越难以全面反映融资条件，而且变得难以操控。同时，在经济和金融活动的深刻变化中，货币需求也变得更不稳定、不确定。资金供需两方面都需要货币政策框架从数量型向价格型转变。

新货币供给方式为利率调控提供了一个契机，一个利率走廊机制趋于形成。存款利率上限取消后，此前锚定银行资金成本的管制利率（在理论上）不再有效。SLF、MLF 等操作利率逐渐形成了货币市场上的一个利率上限，而法定和超额存款准备金利率在一定程度上充当了利率下限（图表 21）。央行市场化数量操作和政策利率调整可引导货币利率走向，从而影响长端利率，而不像过去通过行政命令来调节存贷款利率。而且随着央行操作规模的加大，这种调控能力正在增强。例如，今年春节前后央行通过逆回购、SLF 和 MLF 利率的调整，释放出货币退出宽松的信号，引发了货币和债券市场明显的震动³。

进一步，随着货币调控方式转变，央行也在疏通利率传导渠道。货币市场利率是货币政策影响长期利率的必经通道，但中国货币市场利率的期限结构尚不完备。央行于 2015 年 6 月推出大额存单，财政部从 2015 年 10 月开始发行 3 个月期国债，等等。这些措施丰富了货币市场工具，有助于提高基准收益率曲线的完备性和有效性，促进货币政策传导。此外，债券市场的扩容、存款准备金率的降低也有利于政策信号向债券利率和信贷利率的顺畅传导。

³ 请参见我们 1 月 24 日发布的中国央行观察《央行逐步退出宽松》和 2 月 3 日发布的中国央行观察《货币政策继续退出宽松》。

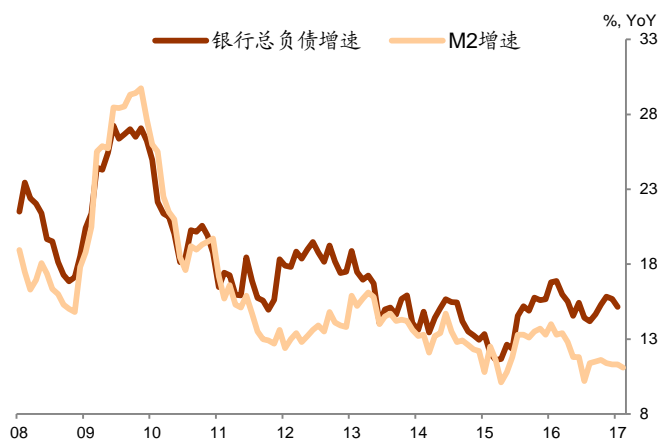


图表 18: 2015 年, 中国形式上完成了利率市场化

市场化措施	
外币利率	
2000/09	放开外币贷款利率以及面值3百万美元以上外币存款利率。
2003/07	取消境内英镑、瑞士法郎、加拿大元的小额存款利率管理。
2003/11	放开金融机构外币小额存款利率下限, 但保留外币小额存款利率上限管理。
2004/11	取消一年期及以上外币小额存款利率管理。
人民币贷款利率	
1987/01	允许商业银行以流动资金贷款利率为基准上浮贷款利率, 上浮不超过贷款基准利率的1.2倍。
1996-2004	逐步将贷款利率浮动上限扩大为基准利率的1.7倍。
2004/10	放开金融机构(城乡信用社除外)人民币贷款利率上限。
2012/06	将贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.8倍。
2012/07	将贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.7倍。
2013/07	取消金融机构贷款利率的下限管理。
人民币存款利率	
1999-2004	逐渐放开更多金融机构和基金的长期大额协议存款利率。
2004/10	实行人民币存款利率下浮制度。
2012/06	将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的1.1倍。
2014/11	将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍。
2015/03	将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.2倍调整为1.3倍。
2015/05	实行存款保险制度, 为存款利率进一步市场化奠定基础。
2015/05	将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.3倍调整为1.5倍。
2015/06	推出市场化定价的大额存单。
2015/08	放开一年期以上(不含一年期)定期存款的利率浮动上限。
2015/10	对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限。

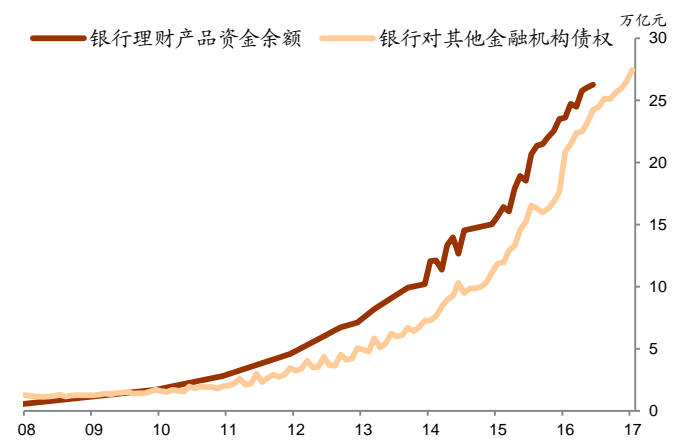
资料来源: 中国人民银行, 中金公司研究部

图表 19: 银行总负债和M2增速差过去两年呈扩大趋势



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 20: 银行对其他金融机构债权过去两年不断攀升

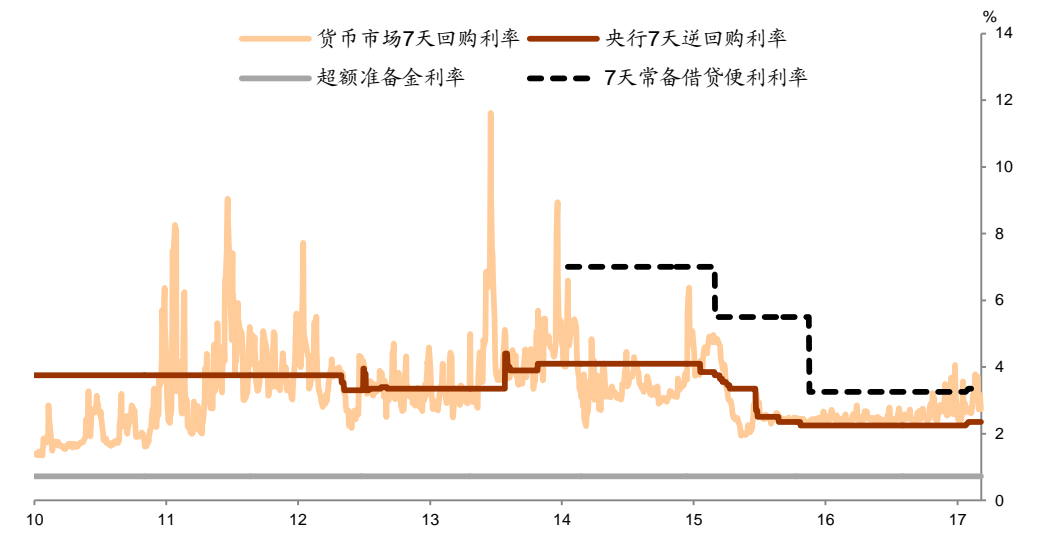


资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 21：中国利率走廊机制的雏形逐渐清晰



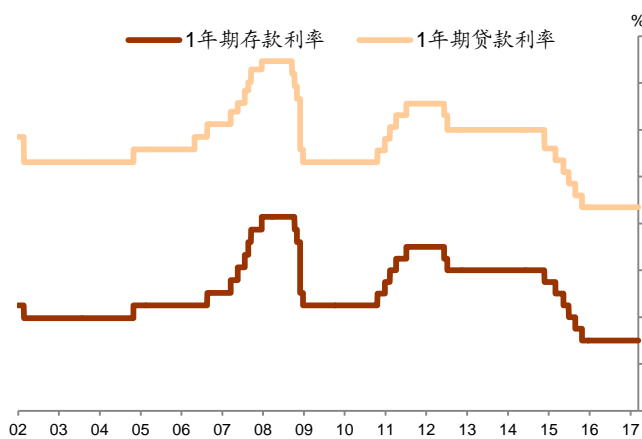
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

货币政策框架转型的经济与市场影响

2014 年以来的货币宽松无疑是中国走出通缩、实现再通胀的重要因素。央行从量价两方面实施宽松措施：2015 年 M2 增长 13.3%，主要源于 4 次降准带来的乘数扩张，到 2016 年 M2 增长 11.3%，从量上来看已有递减；从 2014 年 11 月首次降息，央行共降息 6 次，名义利率大幅下降（图表 22），而随着价格回升，真实利率降幅更大，实际融资成本显著降低（图表 23）。配合财政、住房等政策放松，货币宽松效果逐步显现。

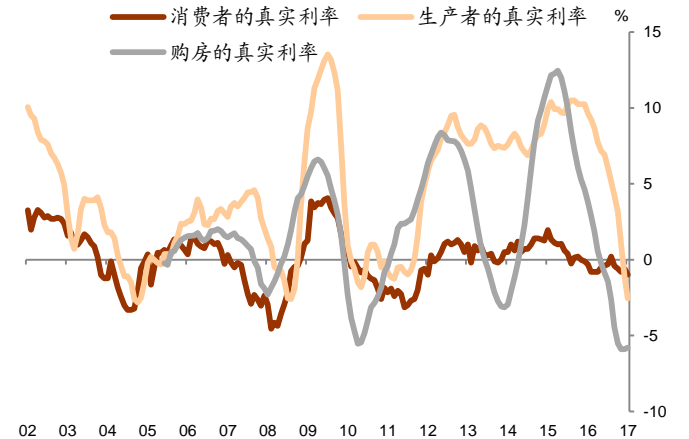
值得注意的是，货币发行方式的改变对国内需求以及经济增长产生了更为直接拉动作用。总体看，过去两年货币总量扩张不算太快，但对经济的刺激效果超出人们预期。我们认为，很重要的一个原因是货币供应的基础资产发生了重大变化。过去以国外资产为基础发行基础货币等于贷款给外汇资产的发行人，如美国政府；而现在以国内资产为基础发行基础货币是为中央或地方政府等境内主体提供融资，有助于扩大内需、提振经济活动。PSL 操作就是一个很好的例子：央行通过政策性银行为棚户区改造和基础设施建设提供资金支持，既是基础货币投放，也是“准财政”支出扩张，直接有效，有“财政货币化”意味。从这个角度看，货币供应方式转变可以部分解释为什么去年 M2 增速不高但是实现了经济企稳，GDP/M2 比率有所回升（图表 24）——当然，货币流通速度提高是另一重要原因。很大程度上，这种转变可看作是中国式“QE”，但它确实不失为中国重组公共部门资产负债表、降低财政负担和提振经济活动的明智选择。

图表 22：2014 年以来，央行共降息 6 次



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 23：真实利率大幅下降，显著降低了融资成本



资料来源：CEIC，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



另一方面，货币政策转型使得市场运行对于央行操作的依赖性和敏感性加大。在过去央行很大程度上是被动投放基础货币，市场流动性的主要来源是外汇占款，而央行的准备金和公开市场操作主要是为了吸收过剩的流动性，而且往往不能完全对冲。随着外汇占款流失，央行操作主要是为了抵补流动性。在新的情况下，央行降准、公开市场操作、再贷款的投放和续作会更加直接地影响市场流动性条件。对央行资金的依赖使得市场对央行一举一动前所未有地关注，央行操作的信号作用被显著放大。

中国货币政策向何处去？

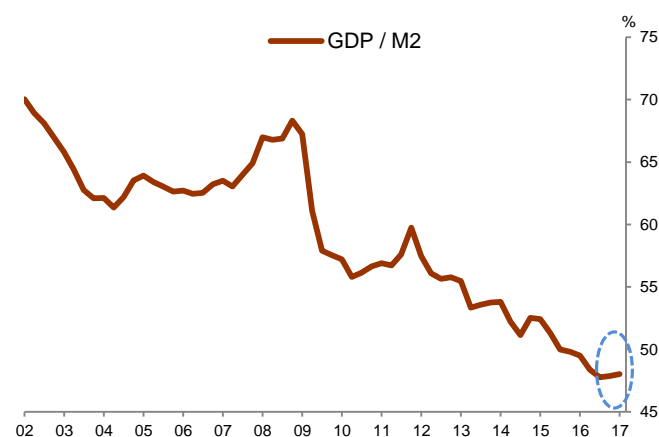
短期货币政策展望

中国经济再通胀持续，货币政策逐步退出宽松。今年以来，中国经济活动保持强劲。分项看，投资增长加速，且持续性有望好于预期，消费需求继续保持强劲，而出口增速也有望进一步回升。我们预计2017年实际GDP同比增长6.8%，名义GDP增速大幅攀升至11.5%（图表25）⁴。稳健的经济活动以及上行的通胀压力使得央行退出货币宽松势在必行，但考虑到上半年CPI仍然相对温和，退出节奏将较为平和。此外，在“抑制资产泡沫和防范金融风险”大背景下，退出宽松也是金融去杠杆的应有之义。

我们预计2017年M2增长11.3%。基础货币可能保持小幅增长。同时，随着经济活动增强，货币乘数会有所提升。数量工具之外，央行将会更加注重利率调控。我们预计2017年央行上调7天逆回购操作利率20个基点至2.55%。但经济复苏仍面临不确定性，投资对利率的变化十分敏感，所以我们认为央行今年不会调整基准贷款和存款利率。

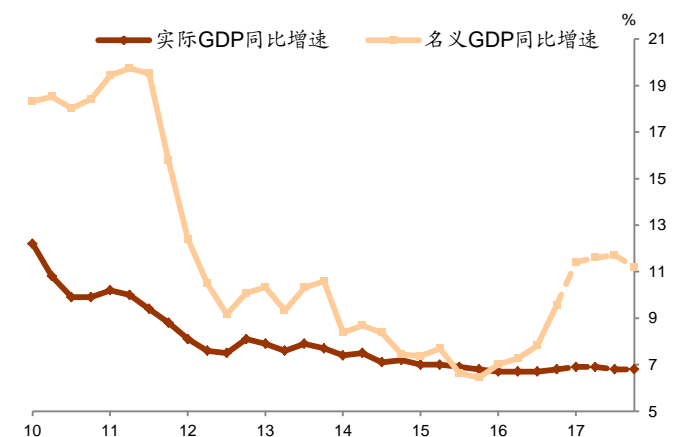
从具体投放方式看，外汇占款降幅有望明显收窄并可能阶段性转增。自811汇改以来，人民币对美元和CFETS篮子已分别贬值10.2%和10.7%，但年初以来，人民币贬值压力有所缓解（图表26）。反映在成交量上，在岸外汇日均交易量明显下降，外汇流出动能衰减得很快（图表27），外汇储备在连续7个月下滑之后于2月迎来首度转增。去年下半年以来，监管部门在对外并购、直接投资等方面陆续收紧了外汇管理，“宽进严出”政策的后续效果正逐步显现。而随着经济形势的相对变化，出口企业囤积海外的大量外汇资金终将回流。和过去两年比，我们预计外汇占款降幅将显著收缩，甚至不排除阶段性增长的可能性。同时，央行会继续通过公开市场和再贷款等操作抵补流动性，保证整体流动性条件基本稳定。当然，面对通胀压力上行，央行投放节奏不会太快；在货币退出宽松的过程中，流动性整体还是会有所趋紧。

图表24：2016年3季度以来，中国GDP与M2之比略有回升



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表25：预计2017年中国实际GDP增长6.8%，名义GDP增长11.5%

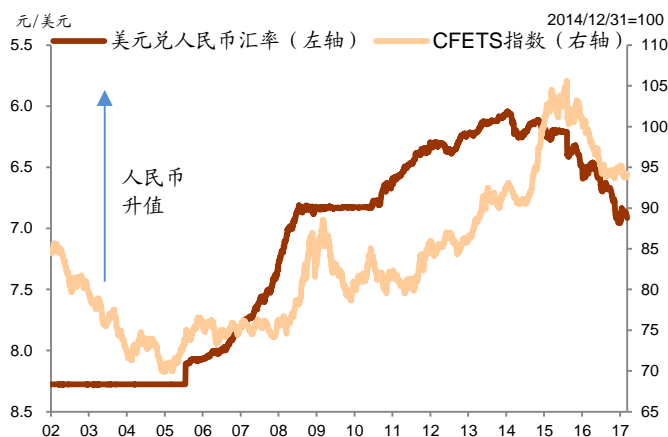


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

⁴ 请参见我们2月27日发布的中国宏观专题报告《上调2017~18宏观预测》。

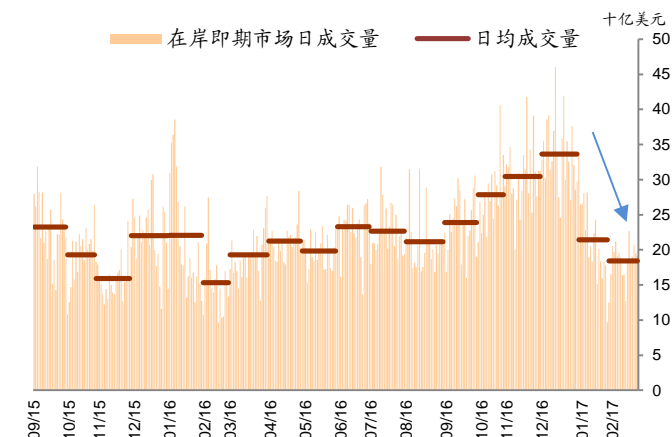


图表 26：今年初以来，人民币贬值压力有所缓解



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 27：今年初以来，在岸外汇日均交易量明显下降



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

货币政策转型仍在途中

中国需要建立起以国家信用为基础货币发行机制。世界最大贸易体、第二大经济体以美元为锚发行本国货币是不正常的。过去央行大规模增持外汇资产的负面效果及其在外汇形势逆转之后（尤其 811 汇改后）带来的冲击实在值得反思，也应成为中国推进货币政策框架继续转型的动力。往前看，我们认为，即便未来外汇转为净流入，中国不应该或许也不会再回到过去以外汇占款为主的货币发行机制。随着外汇压力缓解，我们认为中国应该适时推进人民币汇率改革，发挥弹性汇率对资本流动的调节作用，减轻央行干预和对冲的压力。就中期而言，我们认为，央行国外资产的规模有望保持相对稳定，但在总资产中的份额还会继续下降。

在外汇占款式微的情况下，央行需要继续完善货币投放新工具。一方面，再贷款工具的使用以及更广义的货币投放应该更多基于规则，而不完全是相机抉择。例如，再贷款投放可以具体的银行间政策利率指引为依据——类似美国在联邦基金利率目标指引下的数量操作。规则性和透明度有助于减少利率市场不必要的波动，而有效的政策沟通也是预期管理的重要内容，可以减少政策冲击、增强政策效果。这在市场严重依赖央行资金的情况下显得尤为重要。另一方面，央行需要继续改进抵押品管理框架，包括抵押品的评级、范围以及使用等等，避免抵押品制约相关再贷款工具有效地发挥作用。

我们认为，央行应该增加对国内政府债券的现券购买和长期持有。从过去以美元信用为背书发行货币，到现在更多通过公开市场操作和再贷款工具发行，人民币背后对应的基础资产多为银行信用。虽然国有银行和政策性银行是再贷款的主要对象，再贷款也有国债等政府信用为抵押，但我们认为这类银行信用仍不完全等同于国家信用——国债才是。目前中国央行持有政府债券 1.5 万亿元，主要来自于 2007 年财政部为置换外汇储备成立中投公司所发行的特别国债，仅占央行总资产的 4.4%，该比例对于一个现代中央银行来说太小了。中国央行持有政府债规模偏低，主要是因为央行不愿造成对政府财政透支的印象，其次是因为中国债券市场容量偏小、流动性较差，央行买卖对市场产生较大影响。但实际上，央行购买和持有政府债券并无法律障碍。根据《人民银行法》第二十三条，中国人民银行为执行货币政策，可以“在公开市场上买卖国债、其他政府债券和金融债券及外汇”。往前看，存量特别国债将于今年开始陆续到期，我们认为，财政部和央行首先需要平稳地实现这部分特别国债的转期——比如，财政部发行新债，央行从公开市场上予以回收。进一步，我们认为，央行后续还有必要从公开市场上渐进地增持国债和地方债，充实资产端的国家信用。

中期来看，中国存款准备金率还应继续降低。降准通常会释放较强的宽松信号，我们预计央行在 2017 年不会降准。但稍长远地看，存款准备金率正常化是中国货币政策框架转型的重要内容。中国目前 17% 的存款准备金率在全世界范围内依然偏高（图表 28），增加了银行的机会成本，扭曲了资金的配置，也不利于货币政策的有效传导。过高的准备



金要求还会引发监管套利，滋生金融风险。同业和表外业务的发展以及“有效”准备金率的下降即是例证。我们在《寻找中国货币投放的新常态》报告中指出，过去高企的准备金率是央行以低成本冲销大规模资本流入的结果（或者说是把冲销成本转嫁给商业银行的手段）。随着国际收支形势的变化，中国终究需要一个合理而且稳定的准备金率——我们认为应回到 10%左右。从这个角度看，货币政策转型有利于激活中国银行和金融体系活力，释放行业的增长潜力。

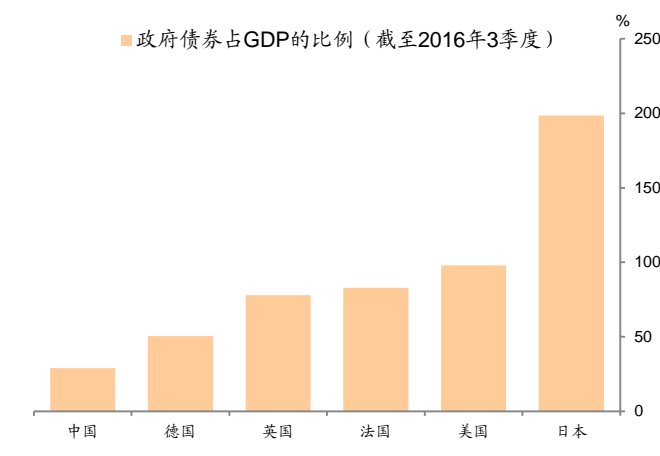
中国需要继续疏通利率传导机制。中国金融体系仍由国有金融机构主导，在此环境下实现利率市场化是前所未有的。如果没有一个数量众多而且多元化的参与者群体，市场如何实现对时间和风险的合理定价会是一个问题；即使可以形成价格，受参与者同质化影响，它的稳定性也会令人怀疑。潜在的预算软约束更是深层次的激励扭曲。为促进价格发现过程，我们认为，中国有必要加速推进国有金融机构改革，引入更多民间和国外参与者。与此同时，一个深厚而且有效的债券市场对央行大规模的公开市场操作和有效的货币政策传导至关重要。截至 2017 年 2 月底，中国未到期国债余额为 11.5 万亿元，地方政府债券余额为 10.6 万亿元；与主要国家相比，债券市场规模仍然较小，还有待进一步扩容（图表 29）。债券市场也许需要更加开放，引入更多元的参与者，允许、方便境外机构在境内发行和投资债券。

图表 28：中国目前 17% 的存款准备金率在全世界范围内依然偏高

经济体	要求	细节
巴西	20%	活期存款：45%；定期存款：20%，2010前为15%；储蓄存款：13%（农村）、20%（其它）
欧元区	1%	适用于两年期限内的负债；有多项免缴限额；2012年生效，此前为2%
印度	4%	2013年以来的要求
以色列	3%	经常账户：6%；为期1周-1年的存款：3%；为期高于1年的存款：0%
日本	1.2%	定期存款：0.5-1.2万亿日元：0.05%；1.2-2.5万亿：0.9%；高于1.2万亿：1.2%；其它储蓄：在0.1-1.3%间有不同规定；自1991年几乎无变化
黎巴嫩	15%	活期存款：25%；定期存款：15%；自2001年执行
美国	10%	仅净交易账户有准备金要求；0-1,450万：0%；1,450-10,360万：3%；大于10,360万：10%；适用免缴和低缴的区段每年微调
澳大利亚，加拿大，新西兰，英国，瑞士	无	澳大利亚：1988年废除；加拿大：1992年废除；新西兰：1999年废除；英国：自1981年无强制要求，代之以自愿储备目标，而后者在2009年后不再执行

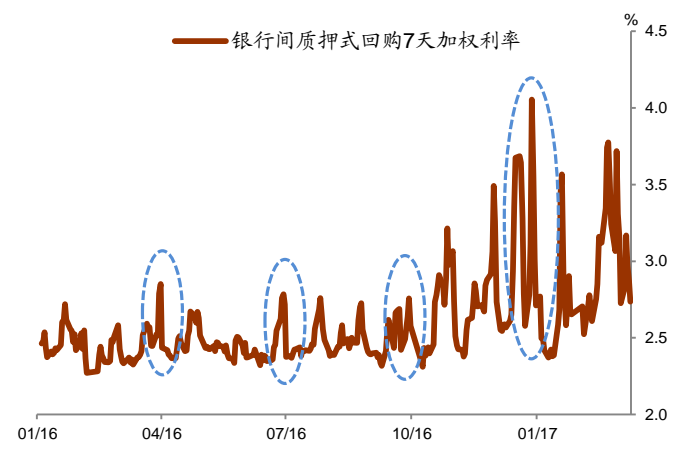
资料来源：各国央行，中金公司研究部

图表 29：与主要国家相比，中国政府债券市场容量偏小



资料来源：万得资讯，Haver Analytics，中金公司研究部

图表 30：2016 年各季末，货币市场利率波动明显放大



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



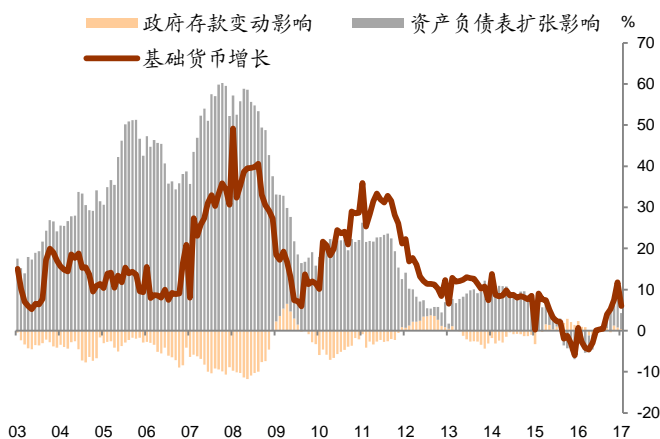
相关地，宏观审慎体系还有待进一步完善，减少对货币政策操作和传导的扰动。2016年初，央行为了维护金融稳定将原有的差别准备金动态调整和合意贷款管理机制升级为宏观审慎评估体系（MPA）。在此综合评估体系中，宏观审慎资本充足率是核心，而信贷评估从狭义贷款转向广义信贷，包括银行贷款、债券投资、股权及其他投资、买入返售资产和非银金融机构存款等，并将于今年1季度把表外理财也纳入。MPA考核以差别准备金利率作为主要的激励约束机制，并在今年可能得到更严格的执行。当央行转向考核广义信贷增速，为满足监管要求，银行自然会压缩最易压缩的资金运用领域；同业往来就是这样一个领域。银行在没有明显改变借贷行为的情况下，就只好收缩对同业尤其非银的资金供应（拆借或是回购）。受此影响，去年各季末，货币市场利率波动均呈放大趋势（图表30）。MPA体系仍处于制度建设的初级阶段，央行还会对其规则进行改进。特别地，目前按月监测、按季评估、使用月末和季末数据的安排容易放大季末冲击。我们认为，类似准备金的平均法考核，未来MPA考核可转向以考核期内相关指标均值为基础，减少时点效应，顺畅货币政策传导。

财政和货币政策协调亟需加强

央行之外，财政体制改革对货币政策的有效实施也不可或缺。政府存款虽有下降，但仍是央行资产负债表上的第二大负债科目（占2016年底央行总负债的7.3%）。超过2.5万亿元政府存款滞留在央行资产负债表上，不管怎么看，都是一件奇怪的事情。政府存款增加会导致基础货币下降。定量分析表明，政府存款对基础货币增速的贡献为负，并在一定程度上造成基础货币波动（图表31）。金融危机之前，美国财政部在美联储开设的国库一般账户余额一直稳定在50亿美元左右。这种定额管理机制有助于减少政府行动对货币政策的干扰。毕竟，政府存款不受央行控制，属于央行资产负债表的被动项目。定额机制当然会对财政部的流动性管理有更高的要求，但通过短期国债等工具可以平滑掉季节性的收支冲击。我们认为，为了更有效地利用政府资金并增强央行对货币供应的控制，中国也应建立以定额管理为基础的国库经营体系。

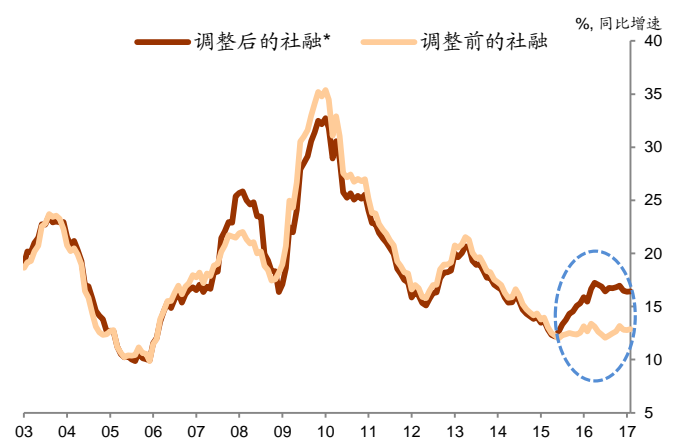
此外，近期地方债置换也对货币政策操作产生一定的干扰。2015年5月，中国开启了地方债置换进程。2015年和2016年，地方政府分别发行了3.8万亿元和6.0万亿元债券，其中置换债券分别为3.2万亿元和4.8万亿元。地方债置换会对金融数据造成扰动。通过发行债券置换存量贷款，这会抵减部分贷款和新增社融规模，对信贷和社融数据造成较大影响；如果债券发行所得资金未及时用于置换存量债务，那么资金留存政府账户，等于回笼货币，还会压低M2增速。在此背景下，我们认为观察货币政策立场要更加关注包括社融、地方债和国债等在内的更广义的融资量以及货币市场利率等价格信号（图表32）。继续完善地方财政制度有利于减少财政行为对货币政策操作的影响。

图表 31：政府存款季节性变化放大了基础货币的波动性



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 32：地方债置换会对金融数据造成扰动



注：*调整后的社融=调整前的社融+地方政府债券存量+中央政府债券存量
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

