

如何看后续降准的必要性

基于货币政策精准导向的视角

根据货币政策精准导向的要求，以及内外部货币经济环境，央行当前没有必要通过降准操作来实现货币、社融的合理增长。

- **下半年以来，逐步回归常态的货币政策更加强调精准导向和直达性。**这预示我国货币政策或将从以“货币乘数工具”为主转向以“基础货币工具”为主，从以“预支型”操作为主转向以“报销型”操作为主，将不再单一依赖降准推动广义货币 M2 扩张。
- **与定向降准的模式相比，定向增加基础货币的操作具有事后投放和精准匹配的特征，是一种“报销型”的货币政策操作，更有利于货币政策实现精准性和直达性的调控。**近期美元指数的回落使中国央行有条件在保持合意汇率的前提下，适度定向增加基础货币供给，支持金融机构增加对制造业企业、中小微企业的信贷投放。
- **依据“社融/货币比例相对稳定”和“下半年 M2 常态增长”两个逻辑，我们预计 2020 年底 M2 存量将达到约 220 万亿。**
- 基于近年来基础货币供给情况的情景分析显示，尽管当前偏低的超储率在年底前可能向 2%水平回升，但**只要美元延续弱势，央行仍然可以在不降准条件下，通过基础货币工具的操作使 M2 达到上述预测值。**
- **风险提示：**基础货币及 M2 增长不及预期，对债券市场形成负面冲击。

相关研究报告

《新稳态的开启与终结——2020 年下半年固收策略》20200720

《探寻潜在增速对债市影响——从央行关注的要点讲起》20200902

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 固定收益

证券分析师：肖成哲
（8610）66229354
chengzhe.xiao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060005

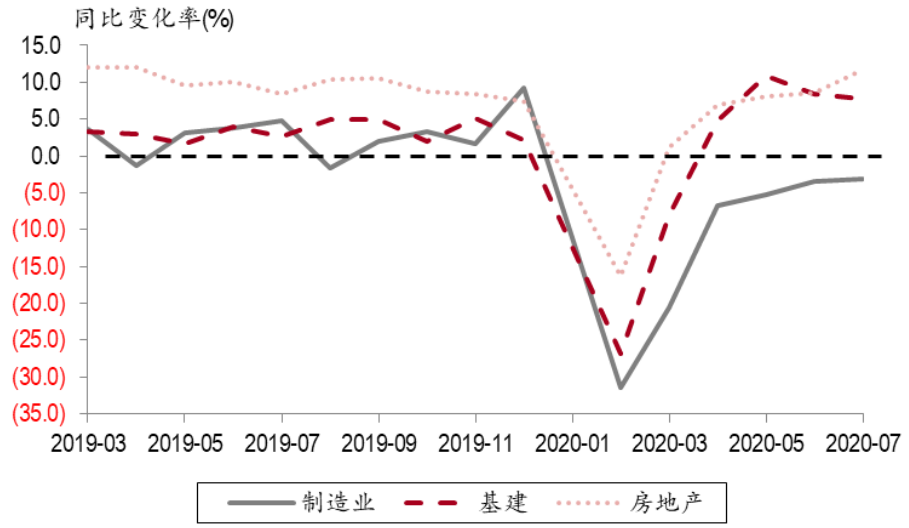
证券分析师：张鹏
peng.zhang_bj@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520090001

近期在资金面、基本面整体稳定的状况下，债市调整的主要压力来自于存单利率的上行和一级市场发行结果偏弱。财政发行的节奏和总量几乎没有闪转腾挪空间，央行货币政策在维持"资金价格"的承诺外，是否会有额外对冲，将在 10 月底供给高位回落之前都成为市场的重要决定力量。

2020 年上半年，我国广义货币及社融的总量增长较快，在抗击疫情中发挥了重要作用。但是随着疫情得到控制、杠杆率快速抬升、经济"非均衡"修复，央行货币政策也由全面的超常规宽松转为精准导向。

因此，关于当前货币政策的两个关键问题应该是：如何量化地看待广义货币的合理增长目标，以及央行将如何通过更具有精准导向性的操作实现这些目标。OMO 太短、再贷款偏向小行、MLF 超量续作之外，央行是否有必要再次采取降准操作，也取决于对这两个问题的回答。

图表 1.主要行业投资当月同比增速



资料来源：万得，中银证券

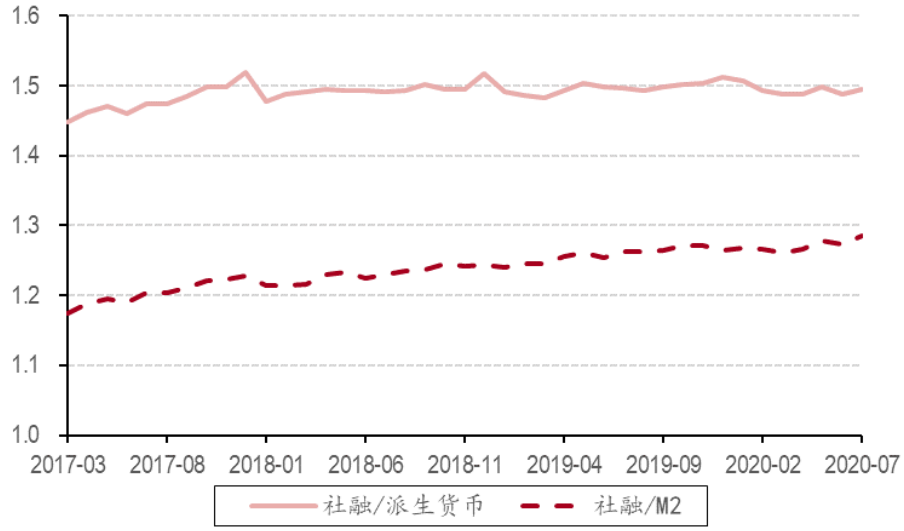
1.下半年货币及社融的合理增长目标分析

两种方法估计广义货币增长目标。由于 2020 年的情况特殊，金融数据和实体经济数据间出现较大"裂口"，对于下半年的广义货币的合理增长目标，我们提供两个分析逻辑和假设：**一是社会融资存量与广义货币之间保持相对稳定的关系；二是根据 2018 年和 2019 年常态模式货币政策的增长情况，来推断 2020 年下半年的广义货币增长。**

理论上讲，社融存量与 M2 存量应该保持着相对稳定的关系：①从货币派生的角度来看，融资过程就是货币派生的过程，在相对稳定的融资结构下，派生货币的规模与社融的规模应该是密切相关的。②从银行体系的角度来看，广义货币代表银行的资金来源；而各种社会融资（股票融资除外），都或直接或间接地与银行的资金运用相关联。银行体系资产负债相匹配的内在要求，也使得社融存量与 M2 存量的关系在短期内应该保持相对稳定。

如图表 2 所示，2017 年以来社会融资存量与派生货币存量（M2-基础货币）的比值已基本收敛于 1.5 左右。社融存量与 M2 存量的比值在近年来由 1.2 震荡上升至 1.28 以上。这一方面是因为前期多次降准推动，使派生货币在 M2 总量中所占的比重不断上升；另一方面，由于政府债券融资被纳入社融统计口径，而政府债券融资会使 M2 中的部分货币被划入财政存款，造成社融与 M2 的比例暂时升高。但超过一般水平的财政存款最终会以财政支出形式重新回流到 M2 中，因此不产生永久性影响。如果下一步降准趋缓或停止，则有理由认为社融与 M2 的比值可以稳定在 1.28 左右。

图表 2.社融与广义货币的存量之比



资料来源：万得，中银证券

按照易纲行长 6 月 18 日在陆家嘴论坛上所做的今年新增社融 30 万亿的预估，2020 年底的社融存量将达到约 281 万亿（实际值应略高于该数字）。那么与 281 万亿社融存量相对应的 M2 存量目标值约为 220 万亿。

从另一个角度测算，我们假设 2020 年下半年的货币政策完全从“战疫模式”回归“常态模式”，并将 2018 年和 2019 年的货币政策模式视为“常态模式”的样本。由下表所示，在 2018 年和 2019 年“常态模式”下的“下半年 M2 增速”平均为 3.3%。按这一平均增速推算，2020 年 M2 存量的目标值约为 220.5 万亿。

图表 3.常态模式下 2020 下半年的 M2 总量分析

	2018 上半年	2018 下半年	2019 上半年	2019 下半年	2020 下半年预测
M2（万亿）	177.02	182.67	192.14	198.65	220.54
半年度增长率(%)	5.57	3.20	5.18	3.39	3.30

资料来源：万得，中银证券

综合以上两种逻辑，我们预计 2020 年 M2 存量的合理增长目标是在年底达到约 220 万亿。接下来的问题是，央行是否能通过更具精准导向性的操作，来达到这一增长目标。

2.央行态度：从“预支型”操作到“报销型”操作

货币乘数工具 VS 基础货币工具。根据传导路径和中介变量的不同，我们可以将货币政策工具分为“货币乘数工具”和“基础货币工具”。“货币乘数工具”本身并不直接改变央行资产负债表规模，而“基础货币工具”则直接影响央行资产负债表规模，再贴现、再贷款、SLF、MLF、PSL，以及央行新近推出的信用贷款支持计划等直达性的政策工具，都属于“基础货币工具”。

在这两类货币政策工具中，货币乘数工具属于“预支型”工具。以降准为例，央行不改变自身资产负债表规模，而是通过修改约束条件，激发商业银行的“理性人”行为来达成政策目的。央行预先赋予商业银行对一定比例基础货币的配置权，由商业银行决定如何运用这些基础货币。尽管央行可以要求商业银行信贷组合达到一定条件，才对其降准，但央行仍然不能控制所释放的每笔基础货币与社融投向之间的对应关系。

近三年来，降准（全面或定向）是中国央行实现货币政策总量及结构化目标的主要工具，但目前这种“预支型”操作在精准导向性上已表现出了某些不足。如前所述，受疫情、投资主体信心等方面因素的影响，货币社融的总量扩张效果尚未充分传导到实体经济。特别是在推动经济可持续发展、稳定就业等方面备受重视的制造业投资，目前仍然处于恢复偏慢的状态。虽然央行此前也试图通过定向降准等结构化手段，对制造业企业、中小微企业进行精确滴灌，但实际的精准性似乎未能完全满足政策制定的初衷。

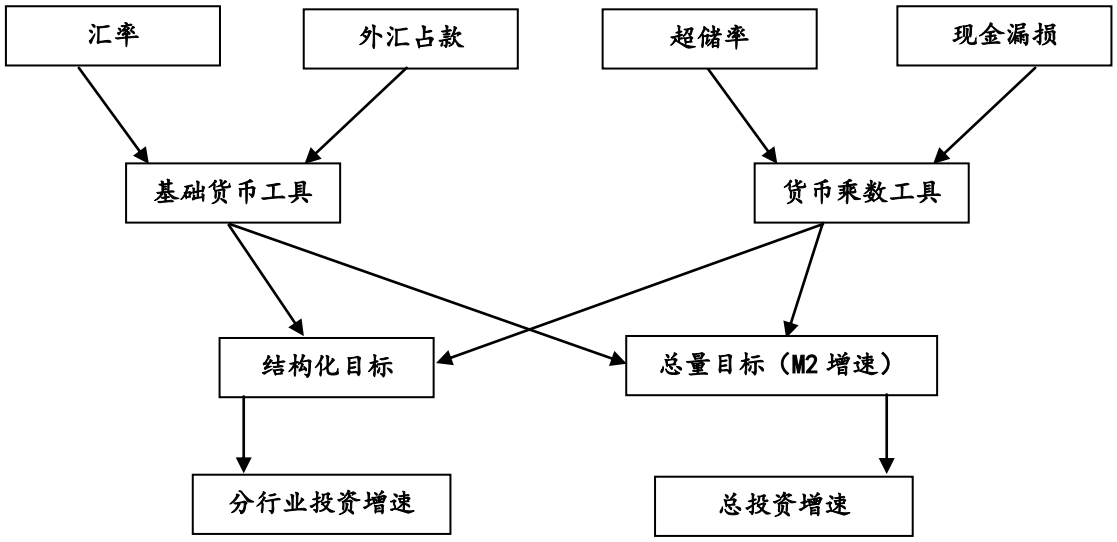
与降准模式相比，定向增加基础货币投放的模式具有事后投放和精准匹配的特征。首先由商业银行投放信贷，再由央行根据具体的信贷投放是否符合政策导向，相应提供基础货币支持。这种模式更类似于一种事后“报销”，可以控制每笔增量基础货币与社融投向之间的对应关系。当然，该模式所面临的一个挑战在于需要商业银行的配合，而不是由央行主动发起基础货币供给。

由于基础货币工具的精准导向性更高，更可能真正实现定向信用宽松的效果，预计央行未来将更多使用“基础货币工具”。而近期货币经济环境中一些内生条件的变化，也支持央行更多采用“基础货币工具”和“报销型”操作。

3.美元贬值与基础货币工具

货币乘数工具和基础货币工具在具体使用中都要受到一些内生条件的约束（见图表 4）。存款准备金率作为一种货币乘数工具，主要受到金融机构的超储率和货币循环中的现金漏损等内生性因素的影响。**而当前基础货币工具则主要受到来自外部均衡的约束。**近年来，央行一直将我国货币政策的外部均衡目标表述为“稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。从近年的经验证据来看，人民币汇率主要受到美元指数和“基础货币/外汇占款”两个因素的影响。

图表 4.货币政策工具的内生约束条件

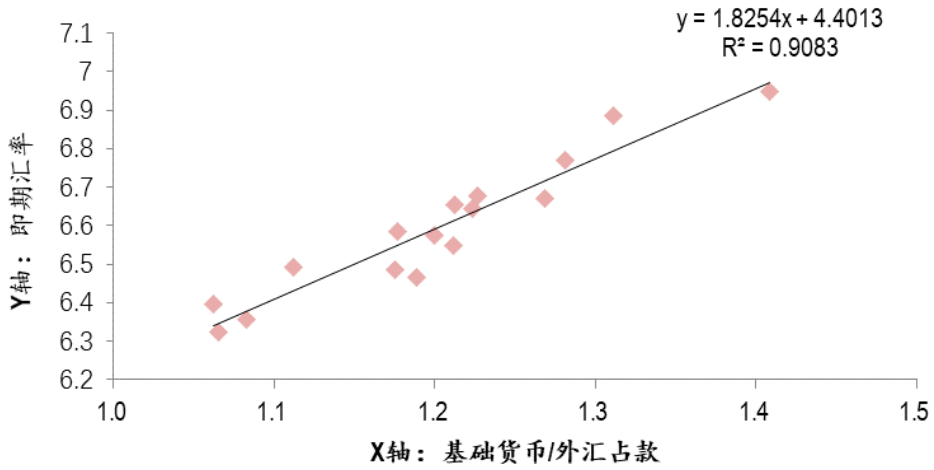


资料来源：中银证券

根据决定汇率的货币数量论，一国汇率受到本币与国际货币相对供给的影响。对于新兴市场而言，国际货币供给通常表现为外汇占款。在 2015 年 9 月到 2016 年 12 月人民币对美元较快贬值的阶段，人民币兑美元即期汇率与“基础货币/外汇占款”指标之间表现出了紧密的相关关系，该指标可以解释大约 91%的汇率变动（见图表 5）。根据以下回归模型（方程（1）），我们可以测算人民币兑美元的影子汇率。

$$影子汇率 = 1.8254 \times (基础货币/外汇占款) + 4.4013 \quad (1)$$

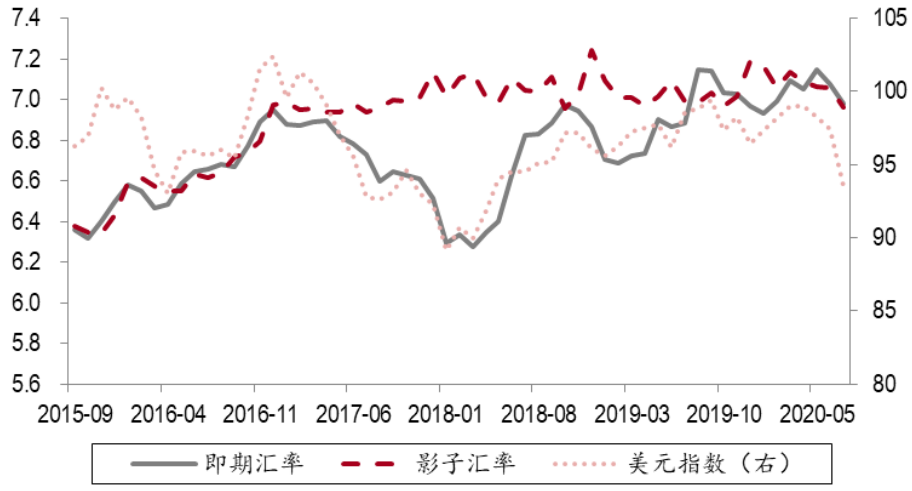
图表 5.人民币汇率与基础货币（2015.9-2016.12）



资料来源：万得，中银证券

由图表 6 可知，影子汇率与即期汇率走势并不总是一致的，特别是美元指数处于低位时，即使基础货币相对于外汇占款的比值较高，也不会转化为现实的贬值压力。近期由于美国陷入疫情、经济衰退等多重社会危机，使其货币政策被动保持宽松，美元指数持续走弱。在此背景下，外汇占款下降对我国基础货币供给的制约也将随之缓解，使央行有条件在保持合意汇率的前提下，适度增加基础货币的供给。

图表 6.人民币汇率与美元指数

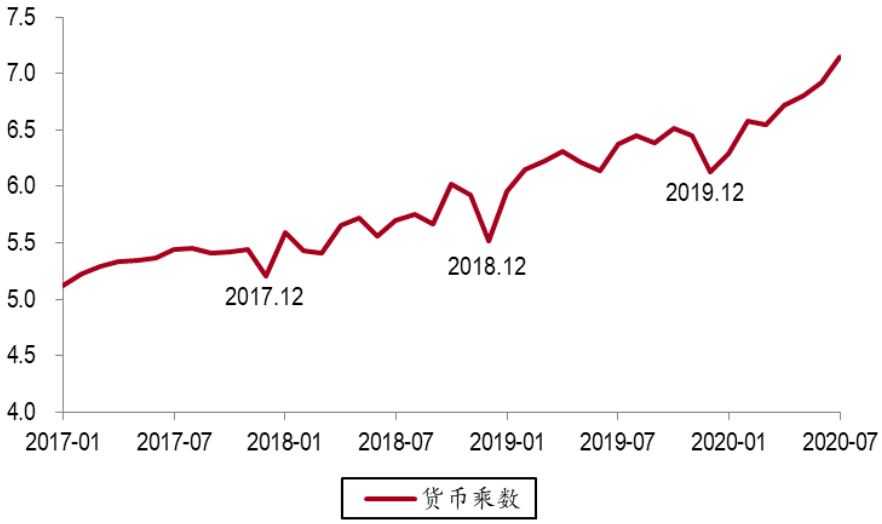


资料来源：万得，中银证券

4.非降准条件下货币政策的情景分析

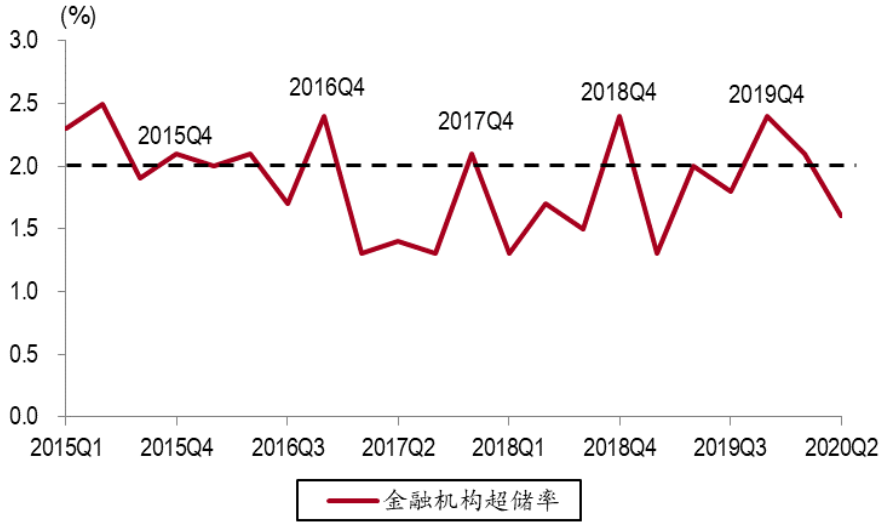
截至 2020 年 7 月份，我国货币乘数已高达 7.15 倍（见图表 7）。一方面，这是因为在多次降准以后，法定存款准备金率已经处于较低水平。据央行披露，5 月份金融机构平均法定存款准备金率已经低至 9.4%。另一方面，金融机构超储率也已下降至 1.6%的较低水平（2 季度数据）。**然而从历史经验来看，货币乘数通常会在每年 12 月份出现相对的低点。**这是因为金融机构为应对次年 1-2 月份的提现高峰，一般要将年底的超储率保持在 2%或更高，见图表 8。

图表 7.货币乘数在每年 12 月份的相对低点



资料来源：万得，中银证券

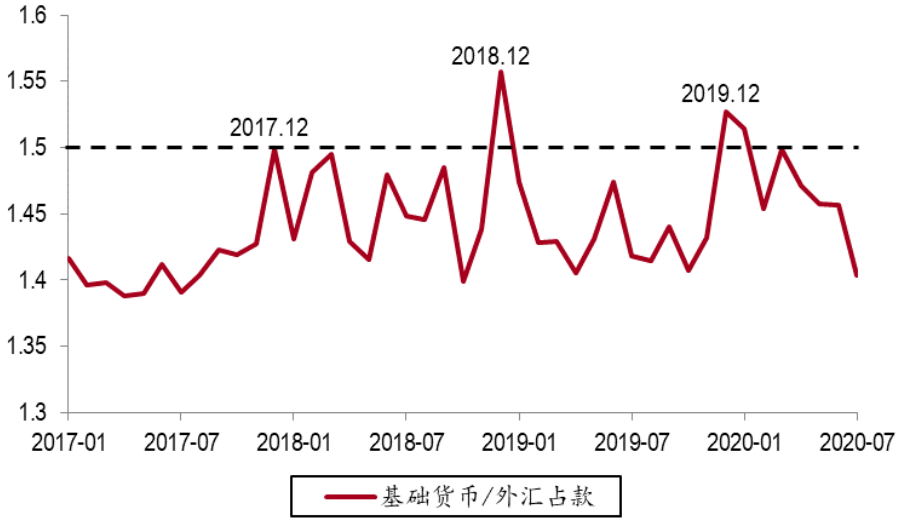
图表 8.金融机构超储率在每年 12 月份一般超过 2%



资料来源：万得，中银证券

与此同时，“基础货币/外汇占款”指标在年底之前则有一定上升空间。按照近几年的经验，该指标在年底一般会达到或超过 1.5（见图表 9）。在 2017 年 12 月、2018 年 12 月、2019 年 12 月，该指标依次约为 1.5、1.56 和 1.53。而在 2020 年 7 月份该指标仅为 1.4。

图表 9.“基础货币/外汇占款”在每年 12 月份的相对高点



资料来源：万得，中银证券

假设到 2020 年底，我国外汇占款余额收敛于 21.17 万亿，同时假设金融机构存款准备金率达到 11.4%（对应约 2%的超储率），分别设定三个不同的基础货币供给情景，在不降准条件下分析年底的 M2 供给情况。三个情景设定如下：

情景 1（保守情景）：2020 年底基础货币供给达到外汇占款的 1.50 倍（与 2017 年相似）。

情景 2（中性情景）：2020 年底基础货币供给达到外汇占款的 1.53 倍（与 2019 年相似）。

情景 3（积极情景）：2020 年底基础货币供给达到外汇占款的 1.55 倍（与 2018 年相似）。

情景分析的结果如图表 10 所示。**在积极情景下，M2 预测值可以达到 220 万亿。**这种情景下，2020 年底的基础货币要达到外汇占款的 1.55 倍，与 2018 年的情况相似，属于近年来的较高水平。但考虑到目前美元指数已经低于 2018 年底的水平，只要年底之前美元弱势状态得以延续，该情景将是三种情景中最可能出现的一种。那么央行即使不降准，也可以通过增加基础货币供给，实现货币、社融的合理增长。在这种操作模式下，央行可以通过再贴现、再贷款、普惠小微企业信用贷款支持计划以及其他基础货币工具，定向为制造业信贷和中小微企业信贷提供支持。

图表 10.2020 年底基础货币供给的情景分析

预测情景	基础货币（亿元）	M2（亿元）	假设准备金率	货币乘数
情景 1	317,550.00	2,102,916.00	11.40%	6.62
情景 2	323,901.00	2,163,377.52	11.40%	6.68
情景 3	328,135.00	2,203,685.20	11.40%	6.72

资料来源：万得，中银证券

当然，情景分析也说明，如果基础货币供给不能符合以上的积极情景，央行也可能需要通过降准来保证货币、社融的合理增长。**可能导致降准情景出现的主要因素包括：美元在年底之前意外走强；商业银行向制造业企业和中小微企业投放信贷偏少，使央行不能通过再贴现、再贷款等方式来提供足够的基础货币。**但即使出现需要降准的情景，我们预计央行也不会急于行动，因为过快降准不利于督促商业银行遵从货币政策的精准导向。**因此央行即使降准，也更可能选在临近年底而金融机构超储率仍然较低的情况下，再择机采取行动。**

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371