宏观研究

从货币乘数变化看下半年降准空间

宏观专题报告 2020 年 07 月 20 日

报告摘要：

- **央行如欲保证下半年M2高增长，要么增加基础货币，要么压缩超储率，要么降准**

  根据存款派生理论，货币供应量=基础货币×货币乘数，根据政府工作报告精神和易纲行长在陆家嘴论坛的发言，下半年广义货币供应量增速有望维持在11%以上。央行如欲保证M2高增长，要么通过公开市场操场或再贷款、再贴现投放基础货币，要么提高货币乘数。而提高货币乘数的方法有两种，一种是压缩超储率，另一种是下调法定存款准备金率。

- **根据历史经验，近几年基础货币维持稳定，央行更多通过降准来提高货币供应量**

  央行通常通过MLF、SLF、TMLF等公开市场操作或再贷款、再贴现来投放基础货币，但前者主要面向银行占比较高的一级交易商，会带来流动性分层问题；后者在投放方面有严格限制。相比之下，降准既不会带来流动性分层问题，也能有效降低银行成本。因此央行更多通过降准来满足货币供应量增长需求。

- **超储率不可能被无限压缩，预计下半年需要降准两次**

  6 月份货币乘数为 6.92，创历史最高纪录。根据公式推导，货币乘数的提高需满足三个条件之一：降低现金漏损率、降低法定存款准备金率、压缩超储率。现金漏损率近几年较为稳定，且受央行影响较小。在近两个月未降准的情况下，央行更多通过压缩超储率来满足货币供应量增长需要，但这种行为难以持续，因为超储率过低会导致银行和非银体系流动性紧张。未来来看，在超储率不被继续压缩的前提下，下半年央行需降准两次才能满足货币供应量增长需要。

- **风险提示：**

  超储率继续被压缩、央行加大基础货币投放、货币供应量增速不及预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008

电话： 010-85127665

邮箱： fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

一. 从央行资产负债表看数量型货币政策工具调控.....3
（一） 央行通过调节基础货币和货币乘数来实施数量型货币政策.....3
（二）数量型货币政策工具通过影响超储率影响信用创造.....3
（三）2014 年之前外汇占款激增被动投放流动性，央行通过央票和升准来对冲.....4
（四） 2014 年之后外占下降被动吸收流动性，央行通过公开市场操作和降准来对冲.....5
（五） 为什么相比海外，央行对存款准备金率这一货币政策工具动用频率更高？.....6
（六） 流动性分层是央行不倾向于过度使用公开市场操作的原因.....6
（七） 相比公开市场操场和再贷款再贴现，降准不会造成流动性分层且最大化降低银行成本.....7
二. 下半年基础货币预计维持稳定.....8
（一）今年央行通过再贷款、再贴现大量投放基础货币.....8
（二） 预计下半年基础货币余额保持稳定.....8
三. 为什么我们认为下半年需要降准两次.....10
（一） 下半年 M2 增速有望维持在 11%以上.....10
（二） 在基础货币和超储率保持稳定的基础上，下半年需降准两次才能满足货币供应量增长需求.....10
风险提示.....12

一. 从央行资产负债表看数量型货币政策工具调控

（一） 央行通过调节基础货币和货币乘数来实施数量型货币政策

央行资产端的“对其他存款性公司的债权”对应着公开市场操作、再贷款、再贴现以及MLF,SLF,PSL,SLO 等；这是央行投放基础货币的主要方式之一；负债端的“其他存款性公司存款”对应着银行的存款准备金，这与法定存款准备金率有关，“发行债券”对应着发行央行票据，在过去用于吸收多余流动性。

图 1：数量型货币政策工具直接对应央行资产负债表

货币当局资产负债表

资产	金额	负债	金额	
国外资产	21.8	储备货币	30.9	
外汇	21.2	货币发行	8.6	调节法定存款准备金率
货币黄金	0.3	其他存款性公司存款	20.8	
其他国外资产	0.4	非金融机构存款	1.5	
对政府债权	1.5	不计入储备货币的其他金融性公司存款	0.5	
对中央政府	1.5	发行债券	0.0	发行央票
对其他存款性公司债权	11.6	国外负债	0.1	
对其他金融性公司债权	0.5	政府存款	4.3	
对非金融性部门债权	0.0	自有资金	0.0	
其他资产	1.4	其他负债	0.9	
合计	36.8	合计	36.8	

现券交易

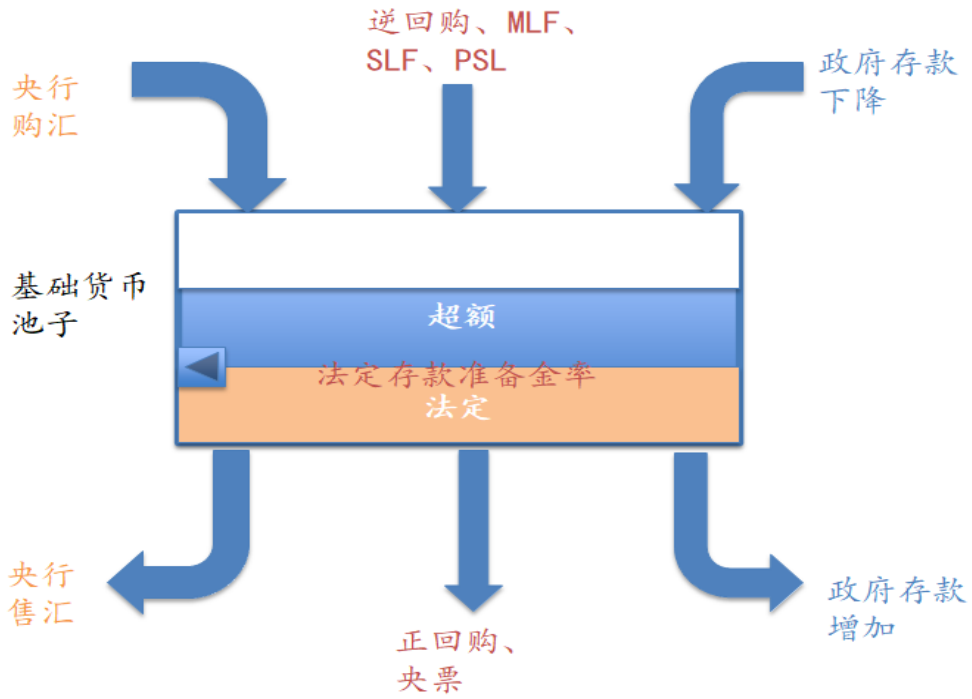
再贷款、再贴现、OMO、MLF、SLF、PSL、SLO

资料来源：wind，民生证券研究院

（二）数量型货币政策工具通过影响超储率影响信用创造

超额准备金是金融机构流动性最强的资产，金融机构的超储率越高，通常信用扩张的动力越强：当央行进行逆回购/MLF 等投放流动性时，基础货币增加，超储增加，货币供应量增加；当央行降准时，虽然基础货币未变，但超储增加，同时货币乘数的上限也增加，货币供应量增加；央行购汇和政府存款下降也会增加基础货币，增加超储。其中央行购汇有一定的自主性，取决于央行的汇率干预目标；政府存款的变动则完全外生。

图 2：数量型货币政策工具通过影响超储率影响信用创造

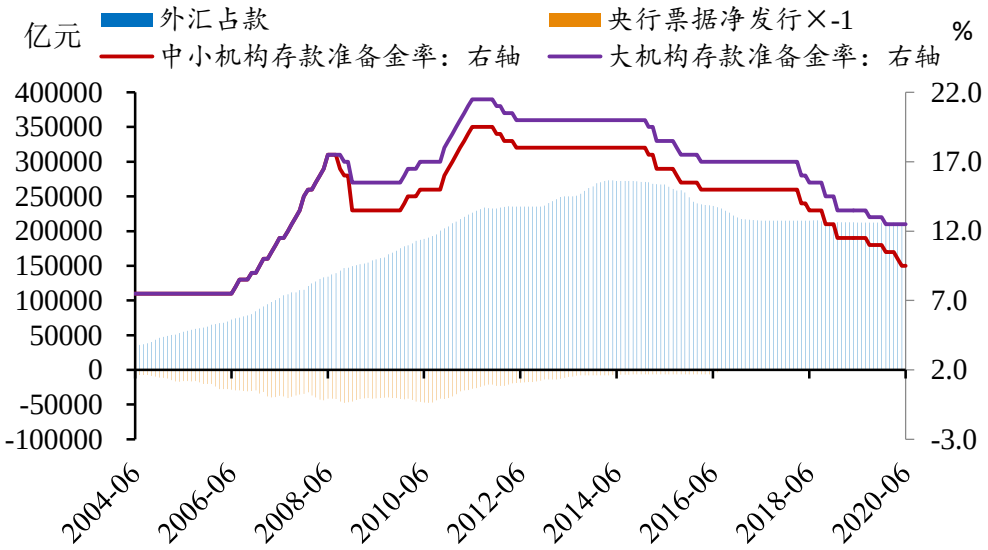


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）2014 年之前外汇占款激增被动投放流动性，央行通过央票和升准来对冲

我国自 2001 年加入世贸后，贸易顺差激增，积累了大量外汇占款，央行被动购买这部分外汇占款，导致基础货币被大量投放。为了对冲外占的快速增长，央行在收缩再贷款的基础上，开启了正回购+发行央票，以此来降低基础货币余额。另一方面，央行还通过提高存款准备金率来降低货币乘数，避免信贷过度扩张。

图 3：2014 年之前央行通过发行央票和升准来对冲外汇占款激增

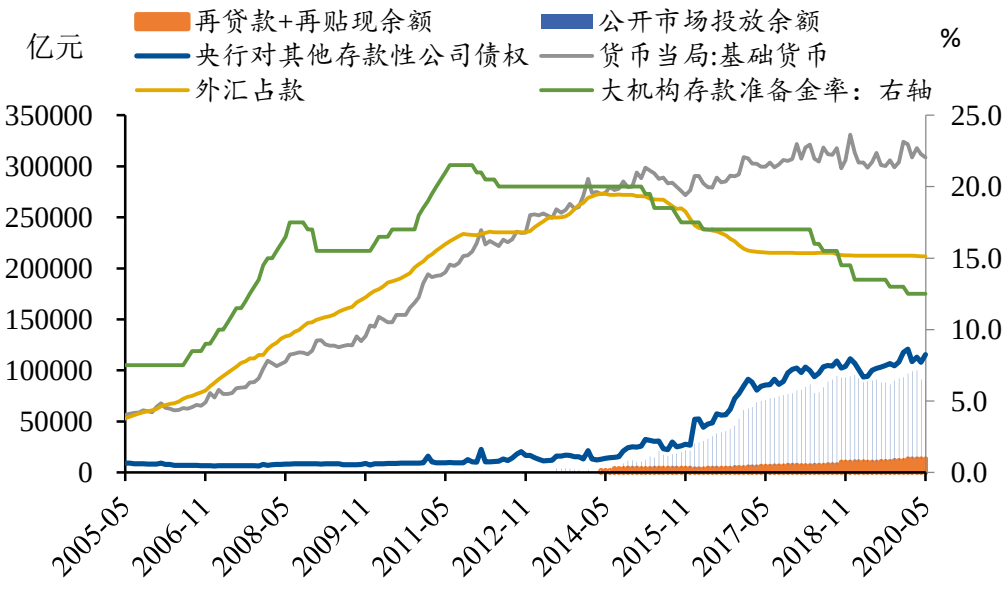


资料来源：Wind，民生证券研究院

（四） 2014 年之后外占下降被动吸收流动性，央行通过公开市场操作和降准来对冲

2014 年起，由于人民币汇率由升值预期转变为贬值预期，外汇占款负增长，被动吸收流动性，对基础货币造成压力。为了对冲外汇占款的下降，央行创设 MLF、SLF 等新兴货币政策工具，以此来投放基础货币。另一方面，央行也通过降准来提高货币乘数，盘活存量基础货币，保障货币供应量稳步增长。

图 4：2014 年之后央行通过公开市场投放和降准来对冲外汇占款收缩

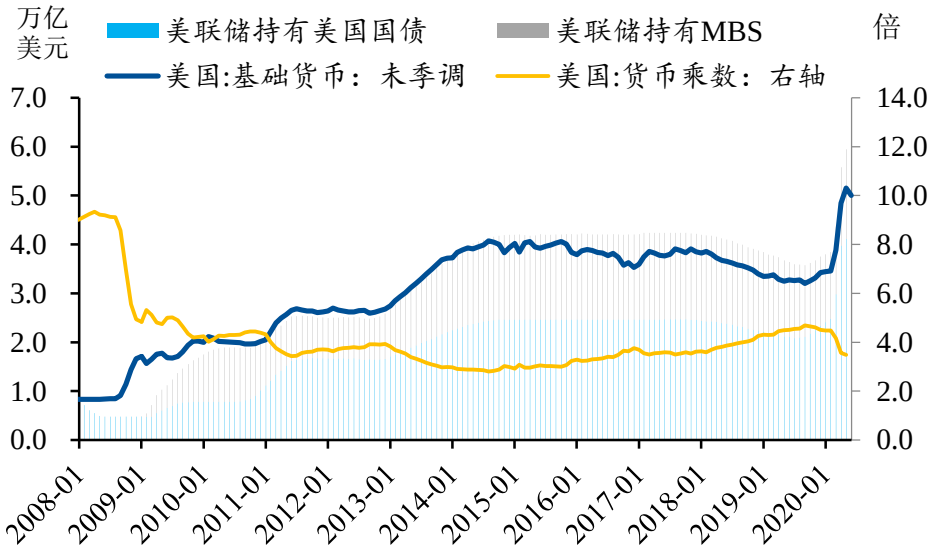


资料来源：wind，民生证券研究院

（五） 为什么相比海外，央行对存款准备金率这一货币政策工具动用频率更高？

相比中国，美联储更多通过调节基础货币来控制信贷增速，因为美国的存款准备金率接近 0，对银行信贷几乎没有限制。而美国的银行更多是贷款立行，商业银行的信贷需求更多由企业信贷需求和借贷风险决定，具有顺周期行为。因此美联储更多通过调节基础货币来实施货币政策，比如 08 年金融危机爆发后美联储大量向商业银行购买国债和 MBS，以此来增加商业银行超储率，向市场投放流动性。但中国的银行更多是存款立行，一般不愁没有贷款项目，因此更容易产生揽储大战。而制约商业银行信贷行为的更多是法定准备金率，升准时，商业银行派生存款的能力下降，信贷扩张受到制约；降准时，商业银行派生存款能力提高，信贷扩张能力也随之提高。

图 5：美联储通过调节基础货币来实施货币政策



资料来源：Wind，民生证券研究院

（六） 流动性分层是央行不倾向于过度使用公开市场操作的原因

目前我国央行主要向“一级交易商”进行银行间市场的流动性投放。48 家一级交易商中，银行数量占比高达 96%，非银数量占比仅 4%。我国的公开市场操作对象以银行为主导，与美国、日本、欧元区等的情况有较大不同。 特殊的一级交易商结构使得中国银行间市场的流动性投放分割为“央行-银行”和“银行-非银”两个市场层次。因此过度使用基础货币工具会造成流动性分层问题。

图 6：中国央行公开市场操作会产生流动性分层

货币当局	公开市场操作对象	流动性投放主要渠道
中国央行	一级交易商：银行占比96%，非银占比4%	央行 ⟶ 银行 ⟶ 非银 DR007 R007
美联储	一级交易商：银行占比4%，非银占比96%。其他交易对手：100家货币基金、14家政府支持企业、16家银行	央行 银行 非银
日本央行	一级交易商：银行占比40%，非银占比60%，其他交易对手：符合条件的个人及企业	
欧洲央行	所有满足最低准备金要求的机构	

资料来源：民生证券研究院整理

（七） 相比公开市场操场和再贷款再贴现，降准不会造成流动性分层且最大化降低银行成本

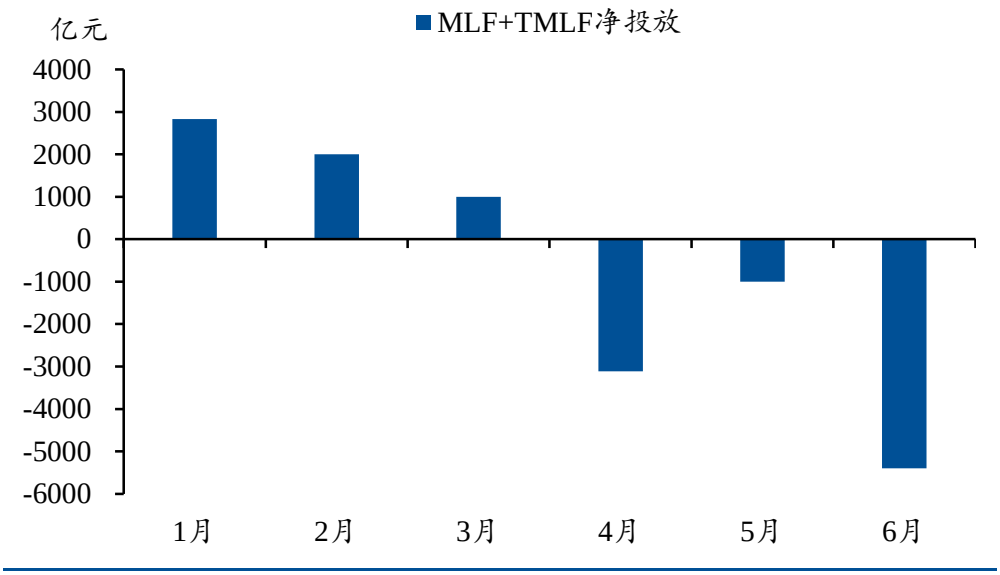
相比公开市场操作，降准可以使所有银行同时受益，由于“三档两优”框架，中小银行相比大型银行更有可能在降准中获益。相比再贷款和再贴现，降准没有资金使用限制，无需申请门槛，能直接提高商业银行超储率。另外，由于降准可以释放大量准备金，这部分准备金投放市场后可以产生收益，相当于有效降低了银行成本。因此在 2014 年之后，我国基础货币绝对量增长幅度有限，央行通过公开市场操场投放基础货币更多是为了对冲外汇占款下降，央行更多通过降准来满足货币供应量增长需求。但降准是通过提高商业银行派生存款能力来增加其信贷投放能力，但在商业银行惜贷的情况下降准无法推高货币供应量，只能增加银行体系超储率，是一种典型的顺周期行为。降准相当于松开信贷宽松这辆马车的绳索，使马车更好地前进，但不能通过绳索来直接推动马车自主向前。

二. 下半年基础货币预计维持稳定

（一）今年央行通过再贷款、再贴现大量投放基础货币

今年疫情以来，央行共开展三批再贷款操作，累计将向市场投放 1.8 万亿元基础货币，为了对冲再贷款和再贴现的影响，4 月以来央行减量续作 MLF 和 TMLF，以此来回笼基础货币。根据统计，4 月-6 月，央行通过 MLF 和 TMLF 共回笼了 9513 亿元基础货币，这与通过再贷款、再贴现投放的基础货币相当。

图 7：今年 4 月以来央行通过 MLF 和 TMLF 回笼大量基础货币

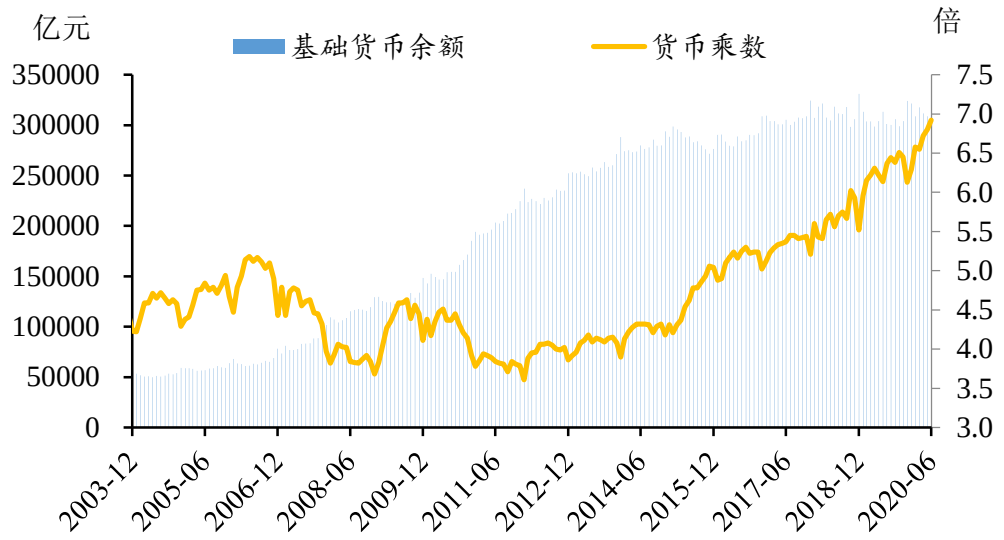


资料来源：wind，民生证券研究院

（二） 预计下半年基础货币余额保持稳定

由于第三批 1 万亿元再贷款仍未投放完毕，预计未来央行仍将缩量续作到期的 MLF。因为 MLF 一方面会造成流动性分层问题，且 MLF 对于改善银行资金成本作用有限。今年疫情以来，为了满足向实体让利的任务，LPR 一再压降，中小银行盈利能力有所下降，不良贷款率也有上升趋势，在这种背景下，下半年货币政策应尽可能降低银行成本。一方面通过引导银行主动压缩存款上浮比例、打击结构化存款等方式来为银行降成本，另一方面则有可能考虑通过降准来降低银行成本。根据测算，降准 0.5%个百分点大约相当于释放 10000 亿元左右的流动性（存款余额×降低的百分点），对于商业银行来说，如果是置换式降准，相当于每年降低了 133 亿元成本（释放的流动性 10000 亿×（MLF 利率 2.95%-法定存款准备金利率 1.62%））；如果是非置换式降准，则相当于每年降低了 346 亿元成本（释放的流动性 10000 亿元×（贷款加权利率 5.08%-法定存款准备金利率 1.62%）），对银行降成本的作用相当于公开市场操场利率下降 30BP 左右。

图 8：今年以来基础货币余额保持稳定，宽信用主要依靠提高货币乘数来实现



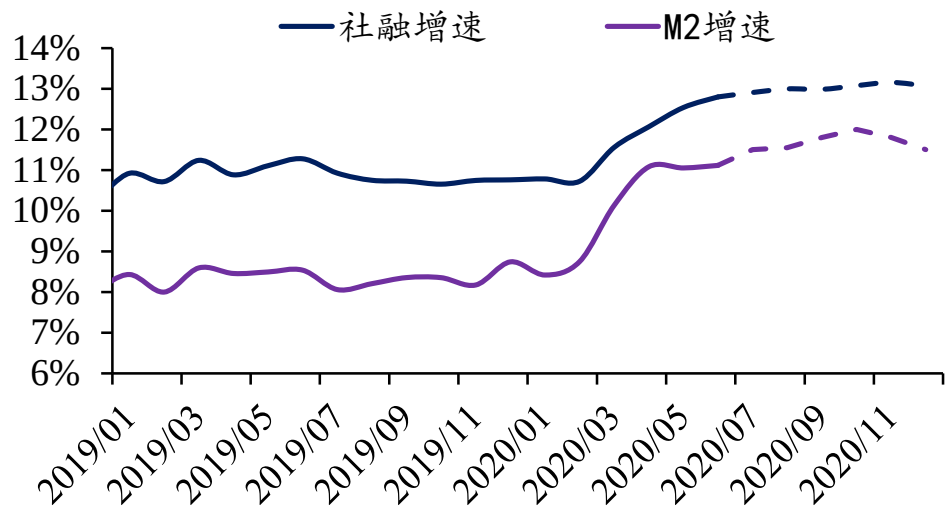
资料来源：wind，民生证券研究院

三. 为什么我们认为下半年需要降准两次

（一） 下半年 M2 增速有望维持在 11%以上

易纲行长在陆家嘴论坛发言：今年全年人民币贷款增量将近 20 万亿，社融全年增量高于 30 万亿。据此测算，今年人民币贷款增速约为 13%左右，社融增速为 13.1%左右，M2 增速大约 11.5%左右。其中，M2 高增长的原因主要是人民币贷款放量，其次是政府债券高发行导致银行对政府部门债权增加。M2 其他项中，受非标压降和打击金融空转影响非银贷款预计继续下降，外汇占款和同业贷款预计保持稳定。

图 9：下半年 M2 和社融增速仍将保持高位（虚线为预测值）



资料来源：wind，民生证券研究院

（二） 在基础货币和超储率保持稳定的基础上，下半年需降准两次才能满足货币供应量增长需求

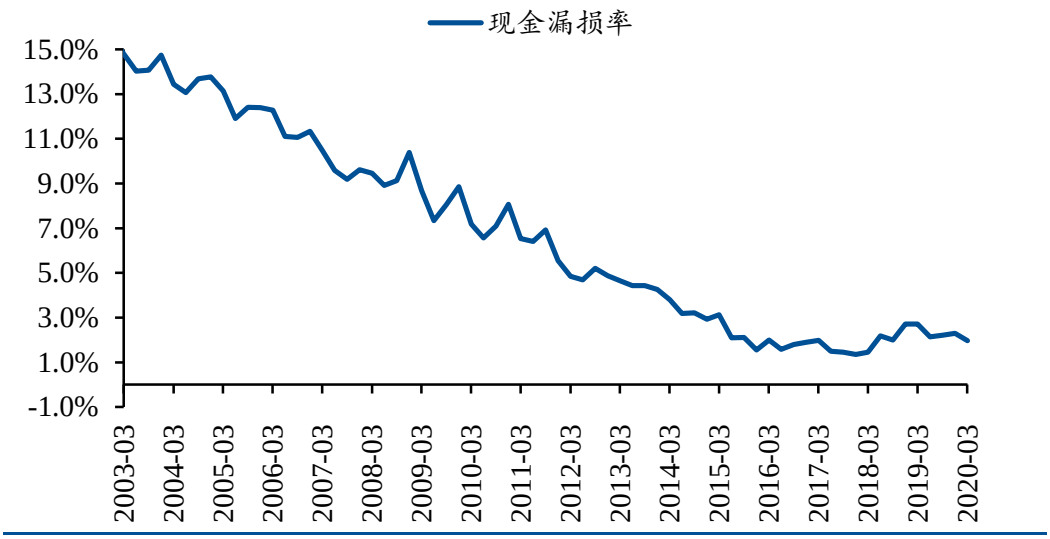
下半年预计基础货币保持稳定，央行主要通过降准来提高货币乘数，以此来保障货币供应量增长。原因有三：1、央行依靠公开市场操作和再贷款、再贴现来投放基础货币，前者会造成流动性分层效应，后者有一定投放限制；2、无论是公开市场操场还是再贷款、再贴现对降低银行成本的作用都明显不如降准。3、我国商业银行体系更多是“存款立行”机制，降准后不会造成明显的现金和超额准备金漏损，能直接提高货币乘数。

另一方面预计下半年超储率不会被持续压低，6 月货币乘数升至 6.92，创历史高值，由于**货币乘数=(1+现金漏损率)/(法定存款准备金率+超额存款准备金率+现金漏损率)**，其中，现金漏损率近几年一直保持稳定，在 2%左右波动；在 6 月法定存款准备金率未变的情况下，货币乘数的上升是以超额存款准备金率（超储率）下降为代价的，这也导致银行间流动性明显收紧。但未来来看，超储率不可能无限被压缩，否则会对银行和非银的流动性均造成严重打击。要想维持货币乘数高增长，只能依靠降准来实现。

在基础货币维持稳定的背景下，由于下半年 M2 增速有望维持在 11%以上，货币乘数应同步保持大幅增长，预计将从 6 月的 6.92 倍上升至 12 月的 7.14 倍左右。由于超储率不可能被无限压缩，现金漏损率保持稳定，因此必须通过降低法定存款准备金率来满足货币乘数增长需要。

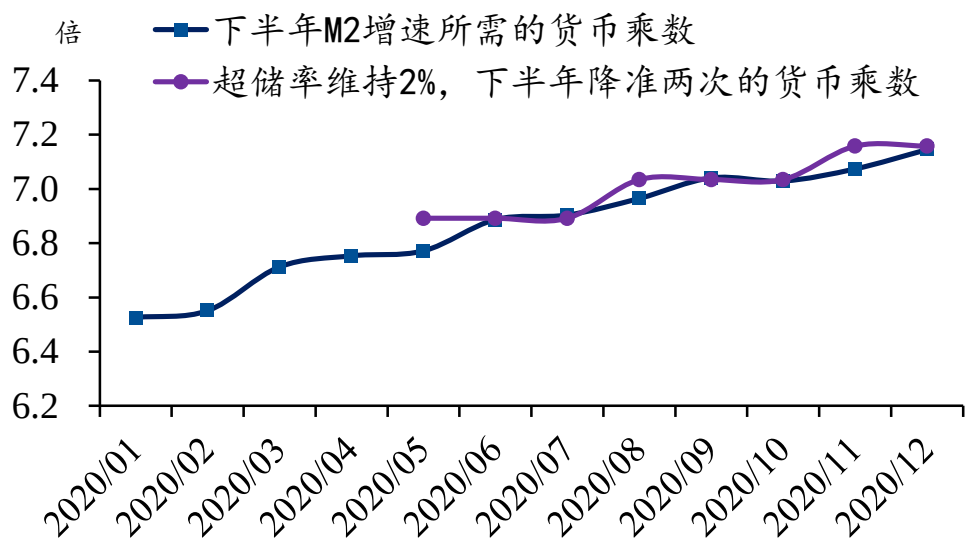
根据公式：货币乘数 m=（1+现金漏损率 c）/（法定存款准备金率 r+超储率 e+现金漏损率 c），可以推导 $dr/dm= -(1+c)/m^2$ 。根据测算，下半年在超储率和现金漏损率保持稳定的情况下，需降准两次才能满足货币乘数增长需要。换言之，在基础货币、超储率、现金漏损率保持稳定的情况下，预计下半年降准两次。预计 8 月至 9 月会迎来一次降准窗口，11 月至 12 月会迎来来一次降准窗口（不排除推迟至明年 1 月初降准的可能）。

图 10：近几年现金漏损率基本稳定在 2%左右



资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：在超储率保持稳定情况下，下半年需降准两次才能满足 M2 增长需求



资料来源：wind，民生证券研究院

风险提示

超储率继续被压缩、央行加大基础货币投放、货币供应量增速不及预期等。

插图目录

图 1：数量型货币政策工具直接对应央行资产负债表 3
图 2：数量型货币政策工具通过影响超储率影响信用创造 4
图 3：2014 年之前央行通过发行央票和升准来对冲外汇占款激增 5
图 4：2014 年之后央行通过公开市场投放和降准来对冲外汇占款收缩 5
图 5：美联储通过调节基础货币来实施货币政策 6
图 6：中国央行公开市场操作会产生流动性分层 7
图 7：今年 4 月以来央行通过 MLF 和 TMLF 回笼大量基础货币 8
图 8：今年以来基础货币余额保持稳定，宽信用主要依靠提高货币乘数来实现 9
图 9：下半年 M2 和社融增速仍将保持高位（虚线为预测值） 10
图 10：近几年现金漏损率基本稳定在 2%左右 11
图 11：在超储率保持稳定情况下，下半年需降准两次才能满足 M2 增长需求 12

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观固收组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。