

中国宏观策略研究

央行“左右互博”为解决货币政策困局提供“新思路”

2015年6月1日

央行本次定向正回购虽然并没有宽松货币政策转向的含义,但从某种程度上也让我们思考是否能有一种选择,可以让央行在解决“经济下行需要宽松货币政策托底,但金融机构由于风险偏好降低对实体经济惜贷,从而导致过剩流动性刺激资产价格泡沫”之间的矛盾。我们试图通过对超额准备金制度在美联储 QE 过程中发挥的作用,以及探讨美联储潜在新操作工具“固定利率全额供应的隔夜逆回购”的运行机理的探讨,来看是否能找到一些解决目前货币政策困局的“新思路”。

- 上周连续暴涨的 A 股市场在周四多重利空的冲击下,终于难以支撑,上证指数出现了单日 6% 以上的暴跌。除了汇金减持银行股以及证监会检查场外配资等利空消息之外,央行近期向部分金融机构进行了定向正回购操作也成为当天重要的负面消息之一,市场担心央行突然重启正回购回笼资金是否意味央行宽松货币政策立场转向的。
- 对于这种担心,首先我们认为鉴于目前整体经济在 2 季度下行趋势不改,央行在目前的这个时间点非但不会收紧反而应该加大货币政策宽松的力度来帮助经济企稳。其次我们认为央行本次正回购很大程度上可能是对金融机构主动需求的回应。目前在央行连续降息降准之后,银行金融机构流动性充沛,银行间市场 7 天质押回购利率已经跌破 2%,但我们也发现金融机构加权平均利率在 6.56% 左右,显著高于一季度 5.8% 的名义增速。这是因为在经济下行周期中,银行风险偏好下降引致对实体经济惜贷,从而造成宁愿把流动性通过回购还给央行,也不愿增加对实体经济的融资。

章俊

宏观经济研究主管

联系方式:

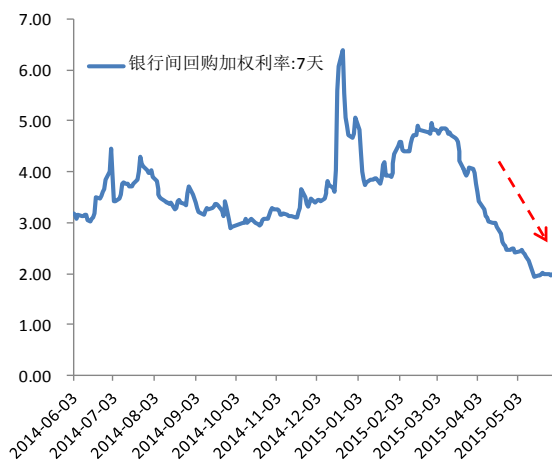
电话: (021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

本资料并非证券研究报告,相关内容仅供贵方参考,不得复制、提供给他人使用或出版(包括部分或全部)。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容,该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

- 但我们认为以上这些逻辑都是市场站在银行立场上来分析问题的时候，所能获得的相对显而易见的简单逻辑。但如果我们站在央行的立场上来看问题的话，央行看到的是金融体系和实体经济形成了两个分割的流动性场。因此在短时间内，央行在无法有效打通两个分割市场的流动性渠道之前，通过正回购适当回收部分滞留在金融体系内的流动性也不乏是一个权宜之计，否则会造成类似银行间市场利率过低，而且会导致过剩流动性进一步向股市溢出，从而导致已经出现的资产价格泡沫进一步膨胀。这就是为何我们看到“央行一方面降息降准，另一方面又重启正回购”，这看似矛盾的“左右互搏”的举动的背后的央行的逻辑。
- 央行本次定向正回购从某种程度上也让我们思考是否能有一种选择，可以让央行在解决“经济下行需要宽松货币政策托底，但金融机构由于风险偏好降低对实体经济惜贷，从而导致过剩流动性刺激资产价格泡沫”之间的矛盾。

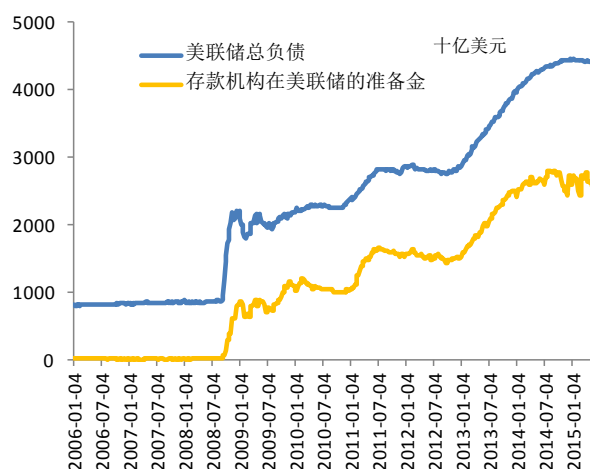
图 1. 银行间市场回购利率持续走低



- 在经济周期下行过程中，央行实施宽松货币政策，但往往发现货币政策的传导机制出现问题。以美国为例，美联储从 2008 年次贷危机爆发开始，一共实施了 3 轮 QE 释放了流动性，美联储的资产负债表从危机前的不到 1 万亿美元迅速膨胀至 4.5 万亿美元之上。但我们发现银行在美联储的超额准备金也同步上升了 2.5 万多亿美元。这也就是说美联储通过 QE 释放天量流动性给银行，但银行把获得的大部分流动性存回了中央银行。从技术层面来解释，这是因为美联储从 2008 年以来开始对超额准备金

支付利息，从而使得美联储在货币政策的实际操作层面得以推行“利率走廊”模式(利率走廊以央行贴现利率为上限，并以超额准备金利率为下限)。虽然经过几次下调，依旧对超额准备金支付 0.25% 的利息，相对与 0.15% 的联邦基金利率，银行依旧有动机把从 QE 获得的流动性存回美联储作为超额准备金来套利。

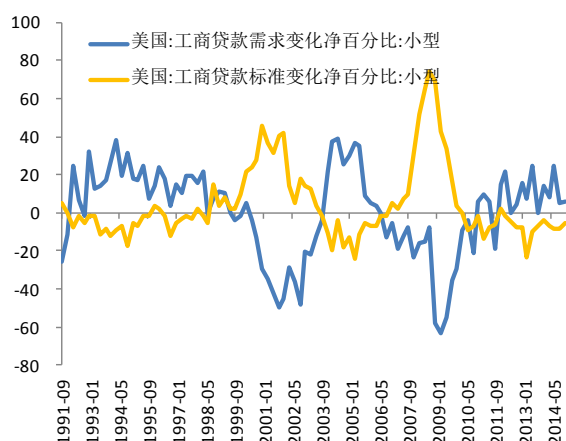
图 2. 大部分 QE 流动性变为超额准备金



- 表面上看，在这种机制下，美联储的 QE 并没有达到预期的目的，大部分流动性似乎绕了一个圈又回到了美联储手中。但从实际效果来分析，我们可以得不同的结论：

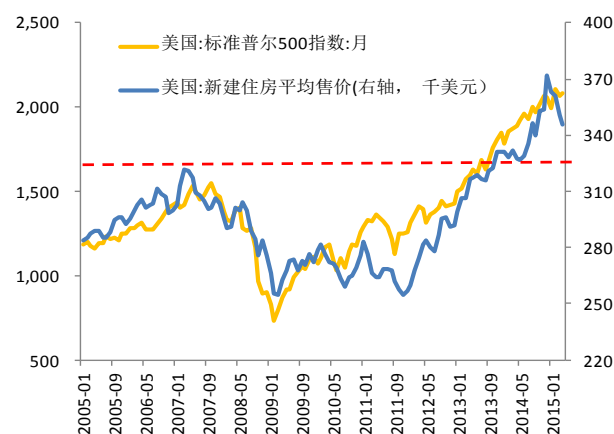
首先，QE 大量流动性的释放，有效降低了银行的风险偏好。经济周期下行，银行金融机构减少实体经济的融资，往往并不是完全是因为流动性出现问题，而是风险偏好下降。而银行的惜贷又造成实体经济更大的困难，从而导致整个经济陷入资产负债表式的衰退。此时央行宽松货币政策释放大量流动性可以有效降低银行的风险偏好，促进其增加对实体经济的融资，从而能帮助经济摆脱这种恶性循环。从美联储 QE 的效果来看，虽然美联储释放的大量流动性被作为超额准备金存回了央行，但这是金融机构的主动行为并不是央行收紧的被动结果，因此不影响银行风险偏好的下降。很明显，在 QE 开始实施之后，银行对企业放贷意愿开始回升，实体经济开始获得融资。

图 3. QE 之后美国银行放贷意愿回升



其次,流动性回流美联储在一定程度上抑制了资产价格泡沫的膨胀。如果美联储不希望银行等金融机构把 QE 释放的流动性存回中央银行,那非常简单的措施就是把超额准备金的利率归零。但这样做的结果是会导致流动性大量进入金融市场,一方面造成货币市场利率归零,甚至是负利率,从而导致完全进入流动性陷阱。另一方面就是使得没有进入实体经济的过剩流动性被迫进入股市和房地产市场而推高资产价格泡沫。我们知道,央行在经济下行周期内面对的最大的问题就是在“资产价格泡沫和经济增长复苏的赛跑”的时候如何把握好宽松的力度和时间点。最担心出现的局面就是,在经济还没有获得可持续复苏动力之前,资产价格泡沫已经过度膨胀并有开始孕育新一轮危机。目前美国标普 500 指数和美国房地产价格已经超过 2008 年高点,因此如果不是大量的流动性作为超额准备金回流美联储的话,那结果很可能就是没等美国经济复苏,资产价格泡沫就可能被吹破从而引发新一轮的金融危机。

图 4. 美国资产价格泡沫重起



- 目前中国面临同样的问题,在经济下行的周期中,金融机构风险偏好下降所造成的惜贷导致实体经济出现融资难,融资贵的问题。央行通过降息降准释放流动性,在一定程度上降低金融机构风险偏好的同时,但资金大量进入资本市场催生泡沫,这令央行货币政策陷入两难困局。从美联储的实践来看,如果央行在推行货币政策宽松的同时能适度开辟由金融机构掌握主动权的流动性回流渠道,在一定程度上可以实现“在降低银行风险偏好增加对实体经济融资的同时,减少过剩流动性向资本市场的溢出,从而降低资产价格泡沫膨胀的风险”。
- 那中国央行是否可以推行类似美联储的超额准备金来自动回收过剩流动性呢?目前中国超额准备金率仅为 0.72%,相对市场利率过低,而不像美国那样高于联邦基金利率,因而无法通过超额准备金来引导过剩流动性回流。因此在这种情况下,短期内央行适应部分银行的需要而开放定向正回购来回收部分流动性也是个不错的权宜之计。一方面,这部分被回收的流动性本质上的主动权上还是属于银行,因此银行的风险偏好不会因为流动性的收紧而降低,进而对实体经济的融资造成负面影响;同时更为重要的是,这可以减少那些游离在实体经济融资之外可能进入资本市场/未来房地产市场的过剩流动性,从而在央行货币宽松的过程中一定程度上降低了资产价格泡沫的过度膨胀的风险。
- 我们认为央行上周的定向正回购在很大程度上是尝试缓解货币政策宽松应对经济下行和资产价格泡沫膨胀的两难困局的一个对冲机制。但紧接着的问题就是,正回购的主动权依然在央行手中,回购的时间点和数量是由央行掌握,而非手握过剩流动性的金融机构,而且更为重要的是如果央行和市

场的沟通不透明的话,会给市场传递央行货币政策紧缩的错误信号,从而对银行的风险偏好的降低产生负面影响。因此未来央行需要设计一个由市场机构主导的主动机制,一方面可以实时调节市场过剩流动性,另一方面也避免了由央行主导所传递的信号模糊的问题。

- **美联储的“固定利率全额供应的隔夜逆回购”的参考意义。**我们认为 2013 年美联储曾暗示将推出“固定利率全额供应的隔夜逆回购”的政策工具来取代超额准备金来改善美联储对货币市场利率水平的控制。这里的“固定利率”是指美联储公布支付给逆回购对象的固定利率。“全额供应”是指美联储将全额借入每个交易对手方希望借给美联储的任何量的资金。换句话说,美联储愿意通过“固定利率全额供应的隔夜逆回购”以一个相对固定的利率水平借入市场上愿意接受这个价格的无限量资金。需要指出的是,美联储这里指的“逆回购”是站在融出资金的金融机构的立场上而言,因此如果根据我们的习惯站在央行立场上来看就应该是“正回购”。在这个机制下,在美联储设定回购利率之后完全让银行自己来决定和美联储进行回购交易的时间点和数量。

如果中国央行也能开发类似货币政策操作新工具的好处就是:一方面通过利率引导机制让金融机构可以根据自己的流动性状况来自主决定是否把过剩流动性返还给央行,避免由于宽松的货币政策所造成的过量流动性滞留在金融体系内来推高资产价格泡沫。因为不是央行主导的正回购操作,从而不存在被动的流动性收缩,因此不会造成银行因为流动性紧缩而风险偏好下降的问题。从另一方面是央行可以通过调整固定回购利率来调节市场资金的余缺,进而影响货币市场利率,从而提高货币政策传导机制有效性的目的。同时从中长期来看,中国在利率市场化的过程中,也希望采用“利率走廊”的模式来改善货币政策传导机制,目前市场推测 SLO 利率可能会成为潜在利率走廊的上限,但由于目前超额准备金利率太低,无法有效形成利率走廊的下限。因此除了理论上大幅提高超额准备金利率的选择之外,寻求一个过渡性的替代指标(固定利率全额供应隔夜逆(正)回购利率)也是一个不错的选择。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 75 楼

邮编：200120

电话：+86（0）21 2033-6000

传真：+86（0）21 2033-6040

注意事项

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供本公司的机构客户（非个人投资者）参考之用途。本公司不会因任何人收到本文件而视其为客户。

除非获得本公司的事先书面同意，任何单位、个人或其他实体在任何时候均不得整体或部分地发布、复制、出售、引用或转发本文件。本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性、有效性、及时性和完整性而准备的，但是本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性、有效性、及时性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何与之相关的责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司或本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理均不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或信息以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见、投资建议或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的建议、意见、要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司提醒并建议本公司客户就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见并谨慎抉择。

本公司的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向本公司客户提供与本文件中的观点不一致的口头或书面市场评论或交易策略，且本公司的相关业务部门可能会做出与本文件的内容或表达的意见不一致的投资决策。

本文件的一切版权、所有权和利益及其所载的所有内容均为本公司独家拥有或为本公司根据适用法律所使用。未经本公司事先书面授权，不得全部或部分修改、抄袭、分发、传送、展示、演示、复制、发布、出租、许可、剪辑、编辑、转载、公开传输、公开播送、转授权、引用或使用本文件的信息、软件、产品或服务，创制衍生品、转让或用于任何其他商业或公开用途，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利。任何单位、个人或其他实体不得未经授权而使用本文件，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人或实体全权承担责任和后果。任何单位、个人或其它实体复制或下载本文件或其全部或部分内容时，不删除或隐藏本文件所载的版权标识或其他通知或说明。

摩根士丹利华鑫证券

MORGAN STANLEY HUAXIN SECURITIES

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。在未取得本公司或拥有该等商标或服务标志的第三方的书面许可前，禁止将任何商标作任何用途。

本公司有权自行更改、修正或改正本文件所载的信息、资料或描述，而无义务及无需预先发出通知。

© 2015 摩根士丹利华鑫证券有限责任公司