FT：从基础货币看中国货币政策松紧

钟正生

中国中央经济工作会议刚刚闭幕，“努力保持经济稳定增长”成为明年首要任务。为此，“货币政策要更加注重松紧适度”也被颇有意味地加以强调，而“松紧适度”无疑对央行[微博]货币政策调控的适时性，尤其是对流动性管理的精准性提出了更高的要求。

年初以来，中国央行货币政策工具的花样翻新着实令人眼花缭乱。这背后实际上体现的是基础货币供求格局的根本变化。从去年的流动性过于充裕，到今年的流动性结构性短缺，为央行带来了弥补基础货币缺口的压力，也为央行带来了提升对商行调控力的契机。

截至今年9月末，通过央行口径外汇占款和央票到期被动投放的基础货币比去年同期减少1.4万亿，而同期央行通过SLF(常备借贷便利)、PSL(抵押补充贷款)、MLF(中期借贷便利)等方式主动投放的基础货币约7867亿(体现在“对其他存款性公司的债权”科目的变动上)。加之今年上半年央行通过定向降准提供了约2000亿基础货币，再加上10月份2695亿的中期借贷便利(MLF)，目前为止央行主动投放的基础货币并未超出年初以来的基础货币缺口，由此大体可以支持央行有关当前货币政策中性的表述。

展望明年，这一简单而有效的逻辑仍然适用。预计由于外汇占款的下滑、央票到期的减少，以及基础货币需求的平稳增加，明年的基础货币缺口会进一步扩大到3万亿。这个缺口的具体数字并不重要，重要的在于它对于明年货币政策的导向意义：第一层含义，基础货币缺口会使央行继续主动注入基础货币成为必需，PSL等长期基础货币注入方式可能会被扩容；第二层含义，如果基础货币缺口足够大，央行降准就是必须的，区别只在于是迟是早。当然，若降准等释放的流动性与明年基础货币缺口大致匹配，也很难说这就是货币政策过度宽松的体现。中央经济工作会议上，“货币政策要更加注重松紧适度”同样适用于央行的流动性管理。

2015 新增基础货币需求约为4万亿

我们从广义货币增速和货币乘数来倒推对新增基础货币的需求。

2013年底广义货币供应量约为110.7万亿元。10月M2存量增速为12%，考虑到降息和定向宽松对信贷的引导，年末M2增速应会有所回暖，预计今年年底M2增速升至12.5%。当前货币乘数较为稳定，截至今年9月货币乘数为4.21，预计今年全年货币乘数大致在4.2左右。

以今年年底完成12.5%的货币增速目标(对应的M2余额为124万亿元)，及基础货币29.7万亿为出发点，我们构建明年基础货币需求的情景分析。从中央经济工作会议会议“调速不减势”的表述来看，明年下调经济增速目标应是大概率事件，这对明年M2增速目标或许也会有影响，M2实际增速将进一步下滑至12%-13%区间；同时，考虑到实体经济融资需求依然不济，我们将货币乘数也适当调低至(4.1-4.2)区间。这样，明年对新增基础货币的需求大致为(3.4-4.6)万亿，中性估计约为4万亿。

图：2015年新增基础货币的情景分析（单位：亿元）

新增基础货币		M2增速(2014年M2余额增速12.5% 基础货币增加2.6万亿)									
		11.6	11.8	12	12.2	12.4	12.6	12.8	13	13.2	13.4
货币乘数	4.00	50213	50835	51457	52080	52702	53325	53947	54569	55192	55814
	4.05	45925	46539	47154	47769	48384	48998	49613	50228	50843	51457
	4.10	41742	42349	42956	43563	44171	44778	45385	45992	46599	47207
	4.15	37659	38259	38859	39459	40059	40659	41259	41859	42459	43058
	4.20	33674	34267	34859	35452	36045	36638	37231	37823	38416	39009
	4.25	29783	30368	30954	31540	32126	32712	33297	33883	34469	35055
	4.30	25982	26561	27140	27719	28298	28877	29456	30035	30614	31193

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2015年基础货币缺口约为3万亿

分析了明年对新增基础货币的需求，接下来我们需要考虑明年新增基础货币的供给。

首先，我们需要考虑明年的新增外汇占款。今年上半年，人民币(6.1869, -0.0017, -0.03%)大幅贬值导致私人部门持汇意愿上升，新增外汇占款出现大幅下降；下半年人民币重拾升值趋势，私人部门持汇意愿边际下降，然而央行口径的外汇占款仍然维持非常之低的增速，这意味着央行正在逐渐退出对外汇市场的常态干预。如果明年央行仍然维持这种操作思路(从央行对人民币汇率渐趋均衡的判断来看，央行退出外汇市场常态干预的空间确实是在扩大的)，再叠加美国加息对全球资本流动的影响(人民币单边稳定的升值预期已被打破，中美息差收窄将是影响跨境资本流入的最重要因素)，那么明年新增外汇占款可能会进一步下滑。我们大致估计明年新增外汇占款在7000亿左右(低于我们估计的今年央行口径新增外汇占款9000亿)。

其次，我们需要考虑明年的公开市场到期和财政存款投放。明年并无央票到期，财政存款能够提供的基础货币数量亦非常有限(考虑到明年财政赤字可能扩大，预计这一部分规模可以达到4000亿左右)。

加总来看，明年基础货币被动投放的规模在1.1万亿左右。按照上面测算的4万亿新增基础货币需求来算，明年的基础货币缺口接近3万亿。而且，这个基础货币缺口只是增量概念，如果考虑到主动流动性投放工具的到期续作，那么实际投放的基础货币量级可能更大。

央行注水不可避免，花样翻新值得期待

考虑到如此巨量的基础货币缺口，央行必然需要成规模的基础货币注入。不过，在“注水”方式的选择上，央行可能会费一番思量。

首先，全面降准可能性在大幅上升，不过其中性对冲色彩渐趋浓厚。目前一次降准弥补的基础货币约在6000亿，那么理论上来说明年降准次数的上限是五次左右。不过，我们推测明年央行降准次数不会超过两次。这是因为：一是，央行有维持流动性结构性短缺的需求，这是提升央行对商行掌控力的较为有利的环境；二是，央行今年已有接近1万亿的主动投放(主要是诸如PSL的资产端操作)，明年主动投放的规模势必扩容，这会对全面降准产生替代效应。需要注意的是，如果考虑将接近8万亿的同业存款纳入一般存款，那么届时商行将需要多缴1.5万亿左右的准备金，这会需要至少1%的额外降准幅度来对冲。不过，监管层应该不会采取如此“大闹大张”的政策组合拳，以避免带来不必要的，甚至超预期的资金面波动。

其次，央行会更偏重中期限的流动性注入，这使得抵押补充贷款(PSL)的大范围推广势在必行。PSL与再贷款的最大差别，就在金融机构要向央行提交抵押品上。考虑到《人民

银行[微博]内部评级管理办法(征求意见稿)》已颁发接近半年，明年这一专门针对抵押品评级的管理办法有望“靴子落地”。届时，PSL 将不仅仅只是定向国开行，而是向商业银行全面推行。

进一步地，我们可以做个大胆推测：将按揭贷首批纳入 PSL 合格抵押品框架是可以期待的。这样的货币政策工具创新的好处是明显的：

第一，它可以弥补基础货币短缺的问题。如前所述，明年新增外汇占款难以看到趋势回升的动力，而对基础货币的需求却是平稳增长的。因此，明年的基础货币缺口会甚于今年，而央行 PSL 作为中长期流动性的注入工具正堪其用。也许我们可以说，从 SLF 到 MLF 再到 PSL 只是顺理成章的事情。

第二，它可以有效降低按揭贷款利率。央行给商行的 PSL 本质上是一种补贴。因此，一旦 PSL 成为商行稳定的资金来源，商行负债成本可以有效降低，贷款利率也就可以有效降低(这里的关键是，商行的息差是有保护的)，而这对降低实体经济融资成本是颇有裨益的。这一点已为英国央行融资换贷款(FLS)计划的实施效果所证实。

第三，它可以有效提振房地产市场。这一次意料之外的非对称降息，打开了按揭利率的下行通道，对刺激房地产销售会起到立竿见影的效果。这是因为，一个家庭在做购房决策时，无一例外地要考虑还本付息的能力，这里最关键的影响因素正是按揭利率的高低。而一旦将按揭贷纳入央行 PSL 后，商行就有动力发放更多的按揭贷，且能够承受更低利率的按揭贷，这会给房地产销售带来更进一步的刺激。这也许是托底房地产，保证明年中国经济不会加速下滑的“杀手锏”。

当然，央行对结构性货币政策的效果向来持谨慎态度。放出去的钱犹如泼出去的水，最终流向哪里是很难控制的。因此，结构性货币政策能否将央行的基础货币注入与商行的信贷投放完美挂钩，仍是个有待理论和实证检验的问题。但在传统货币政策工具的效应受限制，甚至传统货币政策工具本身被绑架(政府追求“定向发力”的形象，不想营造“全面宽松”的预期)的情形下，货币政策工具的推陈出新，尤其是央行 PSL 向商行的扩容也许就是可以期待的。

(2014 年 12 月 12 日 新浪财经)

注：钟正生，中国国信证券宏观分析师