

研究报告

2018 年第 66 期

2018.07.23

执笔人：杨荇

邮箱：yangxing@icbc.com.cn

当前货币政策边际调整的效果
及趋势探析

要点

- 7 月 5 日起，央行就支持小微企业、“债转股”项目实施定向降准，这已是 2018 年以来第三次定向降准，也意味着我国货币政策出现边际微调。本次定向降准主要基于对冲内外部风险考虑，是央行平衡“稳增长、防风险、调结构”目标的合意政策选择。
- 从历史经验来看，降准属于数量型政策调控手段，对市场的影响程度较为明显。但从今年的三次降准来看，尽管金融市场流动性已经出现了明显改善，但以银行贷款利率为代表的企业融资成本却不见显著降低，突出表现为商业银行贷款余额增速下降明显，企业贷款利率居高不下。其原因在于：一是中小银行资本金缺乏，影响信贷投放信心。二是贷款投放的派生性存款不足，难解银行业“存款荒”难题。三是从定向降准对象来看，小微企业和债转股项目在资金落地方面存在困难。
- 展望未来一段时期，央行稳健中性的货币政策立场不会改变，但更多体现相机而动的新思路，采用结构性工具实现稳增长与防风险的紧平衡，预计下半年可能会小幅加息一次，定向降准两次左右。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

当前货币政策边际调整的效果及趋势探析

7月5日，央行就支持小微企业、“债转股”项目实施定向降准，这已经是2018年以来央行第三次定向降准¹，也意味着我国货币政策出现边际微调。6月27日，央行货币政策委员会2018年第二季度例会指出“保持流动性合理充裕”，措辞已经较一季度货币政策执行报告里的“保持流动性合理稳定”有所改变。本文主要基于当前内外部风险因素，分析货币政策微调的空间及效果，对下一步货币政策走势作出判断。

一、本次定向降准主要基于对冲内外部风险考虑

7月5日起，国有行、股份行、邮储、城商行、非县域农商行、外资行的人民币存款准备金率下调0.5个百分点。此次定向降准具体内容为：一是下调5家国有大型商业银行及12家股份制商业银行人民币存款准备金率0.5个百分点，用于支持市场化、法制化“债转股”项目；二是下调邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点，主要用于支持相关银行开拓小微企业市场。下调后，大型金融机构存准率为15.5%；中小型金融机构存准率为13.5%，均回落到2008年12月底水平。从流动性来看，前者预计释放资金约5000亿元，后者预计释放资金2000亿元，共计释放约7000亿元资金。

¹ 2018年以来，央行已经实施了三次定向降准。第一次是1月25日开始实施的面向普惠金融的定向降准，释放长期流动性约4500亿元。第二次是4月25日实施的定向降准，置换9000亿元中期借贷便利（MLF），同时释放增量资金约9000亿元。

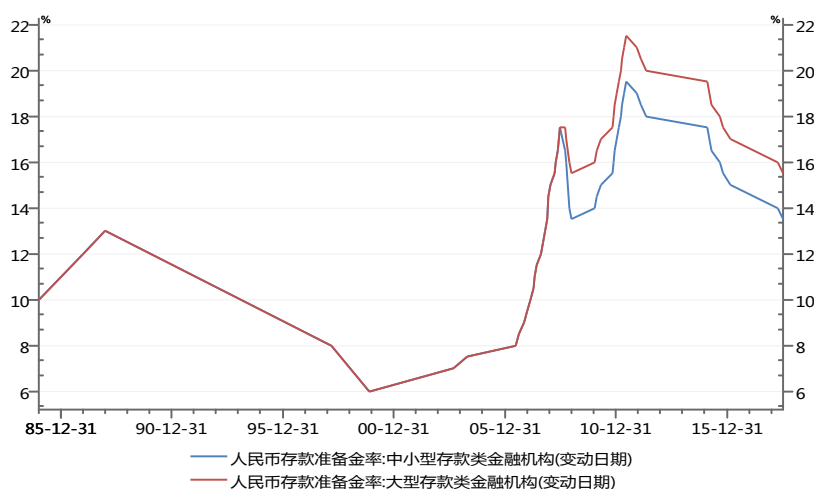


图1 我国人民币存款准备金率变动情况

定向降准是央行平衡“稳增长、防风险、调结构”目标的合意政策选择。主要基于三大方面的政策考量:

第一,上半年中国经济主要动力出现明显“失速”迹象,需要政策“微刺激”。1-6月,中国经济“内需”出现明显疲软迹象:一是全社会固定资产投资累计同比增长6.0%,为2000年以来最低点。其中基建投资(不含电力)仅增长7.3%,是2012年以来最低值,为影响固定资产投资下行的主要因素;制造业投资和房地产开发投资虽略有回升,但考虑土地、劳动力、环保、原材料、资金乃至税费等实体经济经营成本居高不下,以及房地产调控政策趋紧、市场降温,预计两者的增长后续乏力。二是社会消费品零售总额累计增速回落至9.4%,创2003年5月以来新低。这主要由于近年居民部门杠杆率提升过快,购房贷款月供、高额房租费用挤压居民其他消费支出,抑制即期消费。同时,降低汽车关税的预期推后了部分购车需求,汽车销售有所下滑。三是上半年进出口虽然保持了16%的增长,但贸易顺差在不断收窄(较上年同期下降379亿美元)。其中,出口累计增长12.8%,进口累计增长19.9%,进口增速明显快于出口增速。

第二，中美贸易战急剧升级，需要积极政策应对。当前外部环境的最大威胁还是中美贸易战。7月6日，中美双方正式对340亿美元商品互征关税，其余160亿美元商品关税等进一步评估。7月11日，特朗普政府发布了再向2000亿美元中国商品加征关税的计划清单，可能会在8月30日公众咨询结束后正式生效。清单包括服装、电视零件和冰箱等消费品以及其他高科技产品，但不包括手机等一些备受关注的产品。我们认为，中美贸易摩擦具有长期性和日益严峻性，深层次目的在于试图重演80年代美日贸易战以遏制中国复兴。据测算，在一般情形下（双方互征500亿美元商品关税），中国GDP增速可能仅下滑0.1个百分点；在更坏（双方互征2500亿美元商品关税）情形下，中国GDP增速可能下滑0.7个百分点²；而在极度情形（美国对中方征收4500亿美元商品关税，中方采取加征商品关税、限制美方投资等手段反制），中国GDP增速将下滑1个百分点以上，一年之后影响更大。在此背景下，央行实施定向降准既为稳定当前波动的市场情绪，也在为未来可能的恶劣环境做准备。

从股市、汇市的反映来看，市场避险情绪严重。自6月15日美方正式宣布对我国征收500亿美元关税以来，上证综指累计下跌311点（由6月14日的3044点下跌至7月5日的2733点），跌幅达10.22%，创28个月新低；深成指累计下跌1222点（由6月14日的10084点下跌至7月5日的8862点），跌幅达12.1%，创43个月新低。而人民币兑美元汇率由6.3962连续贬值，7月4日中间价为6.6595，贬值幅度达4.12%。而与之相应的，则是美元指数的持续上涨，资金向美国流入趋势明显。

第三，去年以来的“紧信用+严监管”双重压力之下，金融市场已出现小范围债务风险，需要政策缓释。2018年以来，债券市场信用风险事件频发，从年初海航集团的流动性危机，到盾安集团出现的债券兑付风险，大型民营企业经营及流动性风险显露。1-5月，债券市场共发生违约事件17起，涉及违约主

² 如果在2018年四季度增加对2000亿美元商品互征关税，则对2018年GDP的影响约为下滑0.3个百分点左右。如果在2019年初对2000亿美元商品互征关税，则对2019年GDP的影响约为下滑0.7个百分点左右。



体 12 家。从公司信用类债券违约情况看，2018 年初至 6 月 5 日，违约债券规模共计 151 亿元，超过 2017 年全年违约规模的一半。折合年度违约率³约为 0.56%，高于 2017 年全年违约率水平，但仍低于 2016 年的最高值。历年违约率详见下表：

表 2 债券历史违约率统计

	违约量（亿元）	总到期量（亿元）	逐年违约率
2014	13	27397	0.05%
2015	115	41169	0.28%
2016	377	57359	0.66%
2017	260	58321	0.45%
2018 年初至 6 月 5 日	151	26886	0.56%

注：根据 WIND 数据库整理。

近期信用风险事件主要集中于民营企业。在过去宽松的融资环境下，依靠高杠杆融资、非标等多融资渠道，这些企业仍可维持经营。但在强监管去杠杆的大背景下，无核心竞争力的低端制造企业、高杠杆率大型企业的信用风险加速积聚。如，涉事违约企业盾安集团主营业务为铜贸易，其 2017 年一季度毛利率率仅为 0.92%。在 2013 年至 2017 年间，盾安债券融资规模从 54.5 亿元攀升至 102 亿元，主要用于置换、偿还银行贷款。再如海航、华信等大型民营企业集团，这些集团经营策略较为激进，通过投资并购等方式控股多家多类型企业，集团间关联交易多而复杂，长期存在短债长用的情况，一旦融资条件发生转变，企业集团的流动性压力即刻暴露，其经营性现金流难以偿还年内到期债务。

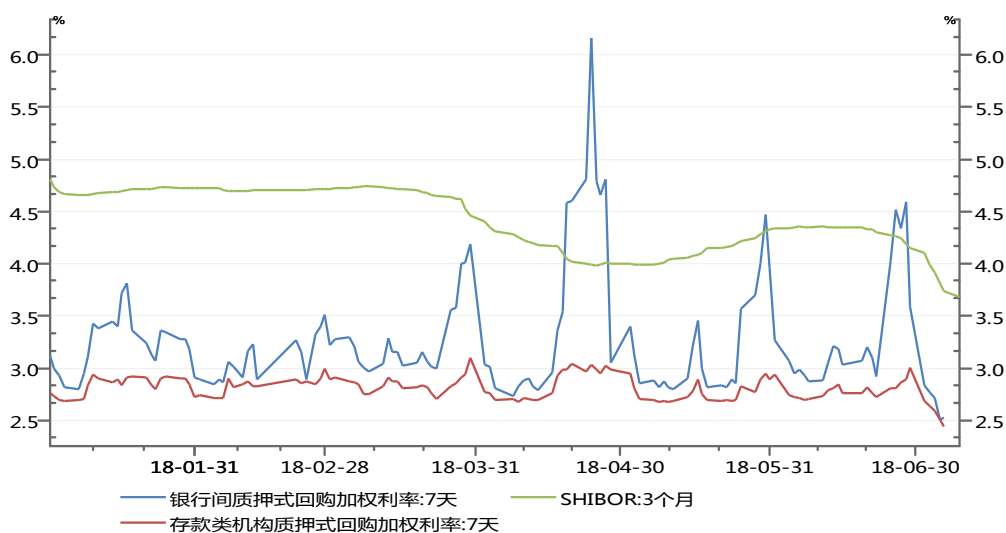
二、今年以来三次降准的政策传导存在阻滞效应

（一）降准属于数量型政策调控手段，对金融市场的影响较为明显

央行属于资金供应的源头，在央行向商业银行投放资金的第一个环节中，如果适度下调存款准备金率，给予商业银行更多的可贷资金，这对于降低整个社会的资金成本都是大有裨益的。从传导路径来看，降准对金融体系最重要的

³ 违约率=当年实际违约规模/当年总到期量。

影响在于转变基础货币投放方式，将从依靠外汇占款增加转向以商业银行派生贷款为主，由外生转变为内生，提高了货币政策的主动调控能力。降准对于商业银行是利好，可将部分低利率准备金转化为高利率的贷款或投资，有利于提升商业银行净息差，可缓解利率市场化带来的存款成本上升压力，有助于降低系统性金融风险。例如，在经历 2018 年的三次降准之后，7 月 6 日，货币市场流动性进一步宽松，R007、DR007、Shibor3M 较 6 月 29 日下降 105.65BP、56.48BP、41.50BP 至 2.53%、2.45%、3.74%，为今年以来货币市场利率低点。



数据来源：Wind

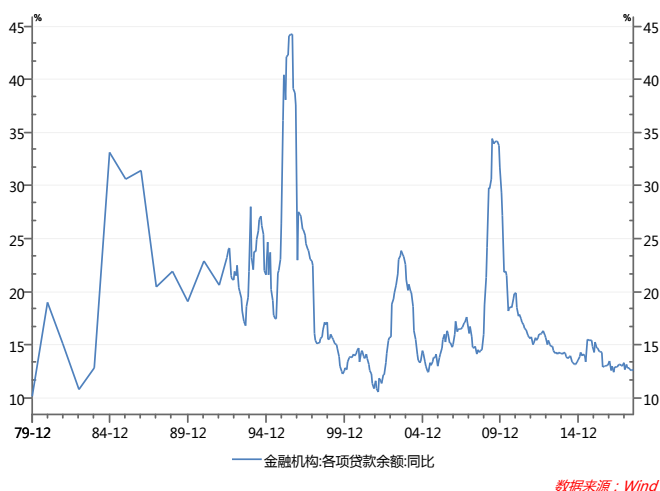
图 2 今年三次降准之后银行间市场利率明显下降

（二）尽管金融市场流动性已经出现了明显改善，但以银行贷款利率为代表的企业融资成本却不见显著降低

从宏观上看，今年以来银行体系的流动性已经有了系统性的改善。但从微观来看，商业银行贷款余额增速下降明显，企业贷款利率居高不下。6 月末，人民币贷款余额增速为 12.7%，比上年同期低 0.2 个百分点。1 季度金融机构贷款利率上浮占比高达 74.35%，为 2000 年以来最高值。而从人民日报 7 月对 9 城 59 家企业抽样调查情况来看，不少企业感觉从去年起“借钱变贵了”。分析其原

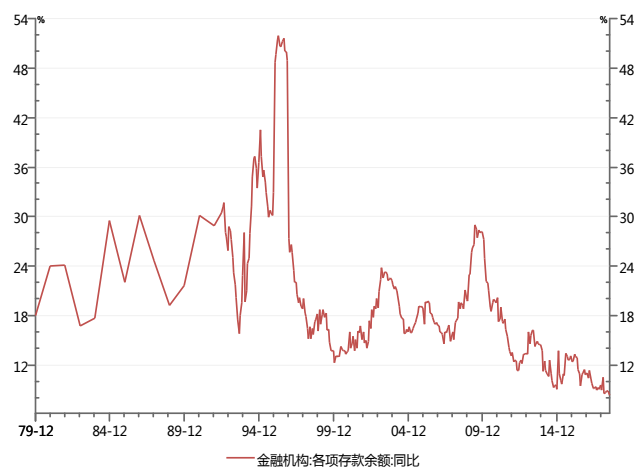


因，我们认为主要还是由于去杠杆和强监管的政策基调下，影子银行萎缩态势明显加快，银行总资产扩张速度不断放缓，社会融资规模增速持续下降。而在金融体系信用收缩的过程中，金融体系的风险偏好也在下降，导致了部分中小企业和民营企业的融资约束有所上升。这种风险偏好的下降，使得商业银行在银行间流动性相对宽松背景下，信用扩张仍然是相对审慎的，此前过多依赖表外融资的企业在融资渠道受限的情况下开始出现再融资困难问题。这就是“宽货币、紧信用”的直接体现。



数据来源: Wind

图3 金融机构各项贷款余额同比(1979.01-2018.06)



数据来源: Wind

图4 金融机构各项存款余额同比(1979.01-2018.06)

(三) 不畅的流动性传导是通过定向降准来支持实体经济的最大阻碍

从商业银行角度来看，降准虽然释放了一部分存款准备金，但难以高效地转化为商业银行信贷投放。其原因在于：

一是中小银行资本金缺乏，影响信贷投放信心。从商业银行2018年一季报与2017年年报披露的资本充足率情况来看，有13家银行的资本充足率出现了环比降低。在严监管的格局下，资本金不足已经成为银行开展信贷业务的一大约束。一方面，融资需求回表与贷款占社融比重不断提高，实体融资需求越来越仰仗于银行表内的信贷资源来满足。另一方面，在现有的监管环境下，过去

一些利用同业科目或通道间接放贷，以减少资本计提的做法被禁止，银行面临补提资本金的压力。这就使得在资本充足率的考核压力下，银行要么提高贷款利率获得更高的息差，以更高的利润来充实资本，要么减少贷款等重资本业务，发展资本节约型业务。在这样的形势下，银行信贷对实体经济的支持力度自然会被抑制，企业融资成本降低将十分困难。

二是**宽货币难解银行业“存款荒”难题**，商业银行加快信贷投放的动力不足。宽货币能够使银行获得更多的基础货币，给金融市场充裕的流动性，但无法解决银行“存款荒”难题：6月，金融机构各项存款增速为8.4%，为1979年以来最低值，其中，企业新增存款9475亿元（去年同期为1.07万亿元），非银机构新增存款1438亿元（去年同期2649亿元），均出现明显回落。当前“存款荒”的原因不在于狭义流动性的不足，而在于：**一是利率市场化的滞后**。商业银行在存款利率上仍然没有获得完全自主的定价权，存在着事实上的利率上限，能给予储户的活期或定期存款收益偏低。而互联网科技的兴起、资管产品代销渠道覆盖面的扩大及居民理财意识的持续觉醒，使储户存款持续分流。**二是严监管对存款的“挤水分”**。以前，商业银行可利用承兑汇票滚动贴现与“存单-货基-同存”的套利模式实现存款多倍增长。但随着监管机构禁止票据空转与同业空转，货基流动性新规限制银行自营定制货基等做法，让这两种模式已基本取缔。迫于盈利与资产负债表的压力，银行只能更多的寻求结构性存款⁴、同业负债等高息且不稳定的负债资金。**这种不稳定性与短期性使银行开展信贷业务的动力不足**。因为对企业投资的信贷期限偏长，一旦形成，将对流动性形成影响，不仅恶化了LMR（流动性匹配率）、HQLAAR（优质流动性资产充足率）、LCR（流动性覆盖率）等流动性考核，还使银行找负债的负担更重。而更重要的是，这些负债资金与零售客户的存款相比，周转率更快，边际负债成本更高。如果

⁴ 截至4月末，中资全国性银行结构性存款规模增至9.15万亿元。其中，1-3月新增1.84万亿元，超过2017年增量总和。



银行要维持边际利润，则相应信贷资产上也需制定更高的利率，进而使贷款利率拉升，企业的融资成本上升。

三是从定向降准对象来看，在资金落地方面存在困难。对于中小企业，央行不仅实施了定向降准，还提出定向降息措施⁵。但小微企业融资难融资贵的根本问题，是信用制度和抵押品缺失没有解决，即使银行获得了对小微企业的贷款流动性，在不良贷款问责制度下，银行也不敢把钱都贷给小微企业。从真实的企业投资来看，经济逆周期下包括小微企业在内的多数实体企业扩张需求并不旺盛。央行实施定向降准、包括以往定向支持小微企业、农村经济的再贷款和再贴现而释放给银行的资金，实际情形是更多地金融体系流转，形成“货币窖藏”，无法有效传导到小微企业和“三农”经济。

与小微企业融资难类似的是，“债转股”项目在资金落地方面也遇到困难。一是根据国家发改委数据，截至去年年底，各类实施机构共与102家企业签订“债转股”协议，签订金额1.6万亿元，但落地的只有20余家，落地金额约3000亿元，落地率不足20%。二是对于“债转股”，央行也给出了自己的标准⁶——不支持“名股实债”项目，“债转股”有关股份以及相关债务减记要严格遵循市场化定价，不支持“僵尸企业”的“债转股”等。三是虽然债转股主要由银行子公司进行，但按照“并表”原则，仍应按照商业银行标准计提风险资本占用。而根据《商业银行资本管理办法（试行）》，因政策性原因并经国务院特别批准的对工商企业的股权投资风险资本计提权重为400%，2年后为1250%，相对偏高，也加大了商业银行资本补充压力。

⁵ 在6月24日宣布降准之后，6月25日，人民银行、银保监会、证监会、发展改革委、财政部联合印发《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》提出，增加支小支农再贷款和再贴现额度共1500亿元，下调支小再贷款利率0.5个百分点；完善小微企业金融债券发行管理，支持银行业金融机构发行小微企业贷款资产支持证券，盘活信贷资源1000亿元以上；将单户授信500万元及以下的小微企业贷款纳入中期借贷便利（MLF）的合格抵押品范围。改进宏观审慎评估体系，增加小微企业贷款考核权重。而这将使小微、三农等领域获得超过4500亿资金。

⁶ 一是实施主体在“债转股”项目中应当实现真正的股权性质投入，而不是仍然以获取固定收益为目的的“债转债”，也就是说，不支持“名股实债”的项目。二是鼓励相关银行和实施主体按照不低于1:1的比例撬动社会资金参与“债转股”项目。三是“债转股”有关股份以及相关债务减记要严格遵循市场化定价，按照法律法规，由项目相关参与方协商确定。四是支持各类所有制企业开展市场化法治化“债转股”，相关实施主体应真正参与“债转股”后企业的公司治理，促进其公司治理水平的提高，同时推进混合所有制改革。五是实施“债转股”项目应当有利于改善企业资产负债结构，恢复企业发展动能，不支持“僵尸企业”债转股。

也正是基于上述原因，在今年上半年货币政策边际微调的背景下，M2 和社会融资规模仍然出现了增速下降：6 月，M2 同比增速为 8.0%，较上年同期回落 1.1 个百分点，M1-M2 剪刀差为-1.4%，已连续 5 个月为负，反映的还是紧信用背景下企业融资大幅萎缩；1-6 月，社会融资规模累计增长 9.1 万亿元，比上年同期少增 2.07 万亿元；其中以信托贷款、委托贷款、票据融资为代表的表外融资累计负增长 1.26 万亿元，比上年同期少增 3.74 万亿元。

三、未来一段时期货币政策的调整趋势探析

根据央行行长易纲扩展三角理论框架，将三元悖论⁷中货币政策独立性、固定汇率和资本的自由进出三个目标设为变量且均取值[0, 1]，我国的目标是在货币政策独立性、固定汇率和资本的自由进出三个方面分别取值，三者之和等于二即可。其原因在于，中国作为一个大国，需要有独立的货币政策来决定利率水平；中国的资本账户在一定程度上是可以自由兑换的，只是在特殊时期存在一定严监管；中国的汇率也并非完全的固定汇率制或完全的浮动汇率制，是有管理的浮动汇率制度。基于上述理论，可以展望我国未来一段时期货币政策调整趋势：

首先，央行货币政策的重点依然是防风险，稳健中性的货币政策立场不会改变，但更加注重结构性调整工具的使用。当前，中美贸易摩擦愈演愈烈，全球经济复苏动能明显趋弱，国内社融、消费等指标快速下降也预示着国内经济增长面临向下的压力。在这种情况下，央行会更加重视对流动性的管理和对市场预期的引导，既防止主动触发新的风险，又要防止金融强监管的预期出现松懈甚至逆转。从 6 月情况来看，虽然美联储年内第二次加息，但央行没有同步上调政策利率予以跟进，表明“随行就市”已告一段落⁸，央行将更加注重货币

⁷ 按照克鲁格曼的三元悖论理论，在开放的经济条件下，本国货币政策的独立性、固定汇率、资本的自由进出这三个目标最多只能达到其中两个目标，国家需要通过牺牲其中一个目标来达到调控的目的。

⁸ 6 月 14 日美联储开启年内第二次加息，将联邦基金目标利率区间上调 25BP 至 1.75%-2% 区间，这也是 2015 年 12 月美联储开启本轮加息周期以来的第七次加息。预计 2018 年下半年还将加息 2 次，2019 年料将加息 3 次。自 2016 年以来，除了 2017 年 6 月美联储加息，央行未跟进以外，历次美联储上调联邦基金目标利率后，央行都上调了以 OMO、MLF 等为代表的政策利率予以跟进。考虑到缩小中美利差、稳定人民币汇率、防止资本外流等因素，央行大概率未来仍会择机小幅提高逆回购和 MLF 等公开市场操作利率，这样既可维持货币政策稳健中性的基调，也不会向市场新增基础货币投放，同时还能对冲降准的影响。



政策的独立性。因此，虽然美联储预计下半年还将加息两次，但中国可能仅加息一次，而且幅度也保持相对较小。

其次，与国际比较，当前中国存准率仍然偏高，存在进一步下调空间。在欧美等发达国家，存款准备金率一般在7%-8%左右。甚至随着金融创新的发展，一些国家正在尝试降低存款准备金率甚至取消法定存款准备金的金融制度安排。在经历2015年以来的8次降准之后，我国大、中小型金融机构存准率分别为15.5%和13.5%，仍远高于发达国家水平。一方面，过高的存准率容易造成金融机构资本成本的增加和低效率；另一方面，考虑到近两年美元持续走强，资本大规模流出的压力增加，依靠外汇占款增加基础货币投放的必要性大幅降低，央行通过维持高存款率回笼货币的必要性也随之降低。因此，下半年央行货币政策将更多体现相机而动的新思路，采用结构性工具实现稳增长与防风险的紧平衡，预计下半年可能会定向降准两次左右。

第三，金融去杠杆进程尚未结束，央行及其他监管部门依然会维持高强度的金融监管压力。从前三次降准操作后的效果来看，如何确保资金流向目标领域仍是定向降准操作的一大挑战。国际上关于央行货币政策操作的一个基本共识是，央行可以把资金交给银行，但很难控制银行对资金的使用。为了确保流动性真正流向实体经济，央行及其他监管部门或许会出台更多的规则和制度来指导银行的行为。如提高国家融资担保基金对小微企业融资的担保比例，提高小微企业的资产质量；给予债转股更多的政策优惠，适当降低债转股产品在银行资本计提中的比例；在整顿资管、稳步推进破刚兑降低存款替代性的同时，加快推进利率市场化改革，提高银行在存款利率上的自主定价能力，等等。随着上述改革的推进，前期因金融去杠杆触发的实体经济融资萎缩和风险增加的问题，或许会因此得到部分程度的缓解。

综上理由，我们认为，下半年央行货币政策仍将继续边际微调，即灵活应对经济不同时期及去杠杆不同阶段流动性的需求变化，更多地通过降准、MLF等政策组合进行流动性调节，以体现货币政策相机而动的新思路，实现稳增长与防风险的紧平衡。初步估计，下半年还将会小幅加息一次，定向降准两次左右。