

# 央行信号：不希望金融监管“擦枪走火”

(莫尼塔研究董事长兼首席经济学家 钟正生)

莫尼塔研究宏观分析师 张璐)

5月12日，央行发布2017年一季度《中国货币政策执行报告》。总体上，未来一段时间货币政策仍将维持“稳健中性”的基调，既有意控制信贷投放和调节好“流动性闸门”，又配合金融监管政策的密集出台进行适度对冲。当前，在监管超调和监管叠加的风险日益引起关注之际，央行对年初以来货币信贷方面发生的若干新变化做出的回应与解释值得细加品味。

首先，**近期广义货币M2增速回落与金融去杠杆的推进有关**。央行指出，“在贷款增长较为强劲的情况下，M2增速却有所回落，主要与商业银行债券投资、股权及其他投资以及同业业务增长放缓有关，一定程度上是金融机构调整资产负债结构、逐步去杠杆的反映”。我们认同这一观点：年初以来债券市场持续调整，企业部分融资需求转向表内和表外信贷，使得贷款增长在总体信用派生活动中表现得更为强劲；但金融去杠杆的持续推进，却导致今年3月和4月非银金融机构存款大幅减少，进而影响到广义货币的派生。这也意味着，只要金融去杠杆仍然“箭在弦上”，金融机构就会或主动或被动地收缩，从而企业投资也会或主动或被动地收紧，一段时间内M2增速料难明显回升。

其次，**央行“缩表”主要与现金投放的季节性变化及财政存款大幅变动有关，4月已重新转为“扩表”**。近来有关美联储缩表，中国央行是否亦步亦趋的讨论日益增多。对此，央行详细阐述了2月和3月资产负债表收缩的原因：2月小幅“缩表”，是央行春节前“扩表”春节后“缩表”这一季节性规律的一部分；3月相对明显的“缩表”，则是由于财政支出加快，同时央行相应减少流动性主动投放的结果。

在我们看来，央行的解释既有无可厚非的客观性，在一定程度上也蕴含着安抚市场情绪的意图。一方面，近年来央行资产负债表的变动确实呈现出在春节前大幅扩张、春节后显著收缩的季节性规律。只是今年由于采用了不会导致“扩表”的临时流动性便利(TLF)满足春节前的现金需求，这一季节性变动体现得不若往年明显而已。另一方面，尽管年初以来财政支出节奏加快，需要央行主动增加流动性投放来对冲，但央行“削峰填谷”维持偏紧的货币投放节奏，令这种对冲总给市场以“缺斤少量”之感。从这个角度来看，央行强调4月已从“缩表”转为“扩表”，事实上表露出了“紧监管”环境下，对“稳货币”的诉求有所提升的态度。

再次，**央行认为信贷扩张压力持续较大，一季度票据融资牵引贷款利率出现明显上行**。从央行对信贷投放规模的表述来看（总量依然较大、还原地方债置换后实际还要更多、信贷扩张表现出较强冲动等），后续央行仍有意控制信贷投放节奏，“紧信用”的格局或将对实体经济产生滞后的冲击。值得关注的是，3月金融机构贷款加权平均利率显著上升0.26个百分点至5.53%，达到近6个季度最高水平。其中，票据融资利率上行最

为显著，达 0.87 个百分点（图 1）。贷款利率的上行，符合我们一直以来的观点：货币市场上的“准加息”，虽“不宜与加息划上等号”（央行表述），但仍可通过票据和债券利率对实体经济形成渗透，而其中民间投资或许受伤最重。诚如一季度货币政策执行报告指出的，票据融资集中在制造业、批发和零售业，且由中小型企业签发的银行承兑汇票约占三分之二。这些行业正是民间投资高度集中的行业，4 月民间投资同比增速从上月的 8.6% 下滑至 5.3% 或许就是例证。

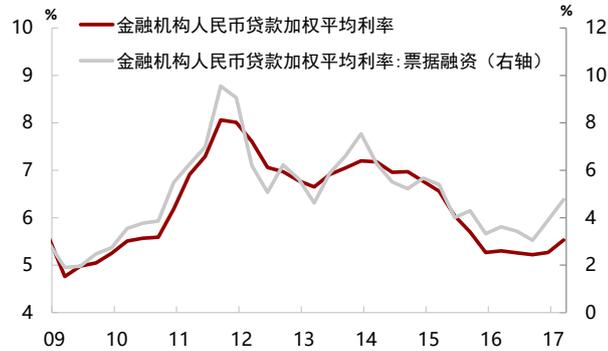


图 1: 1 季度票据利率牵引贷款利率上行

最后，一季度货币政策执行报告中的若干新声明，对于我们后续判断货币政策的指向，同样有着重要意义。

一是，央行正式将 DR007 作为“银行间市场最具代表性的 7 天回购利率”，基于此认为货币市场利率运行平稳。这与我们对金融体系中流动性是分层的，央行似乎倾向于“分而治之”的判断不谋而合。也就是说，对银行，特别是中小银行的流动性提供呵护，也许正是央行矢志推进温和去杠杆的底限所在。饶有趣味的是，央行马骏等人最近发表工作论文称，银行机构受到非银行金融机构的平均影响程度超过 30%。这表明尽管银行业金融机构仍在中国金融体系中占主导地位，但非银行业金融机构已有不容忽视的影响力。近期 R007 利率大幅高于 DR007 利率，令市场担心央行已无意呵护非银金融机构的流动性。但从央行工作论文态度来看，非银金融机构流动性紧张，尽管可以有效倒逼其去杠杆，但央行对其利率飙升也有一定的容忍底线，只不过这个底线或许要高于存款类金融机构的底线。换言之，央行并不希望金融监管“擦枪走火”，“稳货币”的诉求实则较银监会监管风暴之前可能更高。从近期货币市场利率的表现来看，R007 结束了此前持续高企态势，回落到利率走廊内部，央行“稳货币”对冲“紧监管”的意图得到彰显。



图2：央行似对银行与非银的流动性“分而治之”

二是，央行指出为完善价格型调控和传导机制，增强金融机构自主定价能力，未来一段时间央行逆回购操作将以7天期为主，MLF操作将以1年期为主，必要时辅助其它期限品种。近期，央行逆回购操作已较少采用14天和28天期品种，作此调整不难理解。此前央行推出14天和28天逆回购，主要是在未上调公开市场操作利率的情况下，“缩短放长”用以温和提升资金投放成本；随着今年央行两度全线上调公开市场操作利率，并就进一步上调的可能性与市场进行了沟通，拉长资金投放期限的必要性已经下降。

三是，近期人民币汇率走势平稳，不啻加强金融监管的“窗口期”。央行1季度货币政策执行报告的专栏2，题为“如何看待人民币在国际货币体系中的稳定强势地位”，其中对人民币汇率表露出更强的信心。央行认为，“2017年以来人民币汇率双向浮动，趋于均衡”、“未来美元走势还有不确定性，但国内影响人民币汇率的积极因素有望延续，经济基本面等因素将继续支持人民币在合理均衡水平上保持基本稳定”。这与我们一直以来的判断相符，即在美联储加息周期下，美元指数总体强势仍将不时施压人民币汇率；但人民币贬值压力已得到较为充分的释放，进一步大幅贬值的空间并不大。短期来看，随着特朗普刺激预期的“风淡云清”，以及美国经济数据的交替反复，美元指数呈现弱势震荡的格局，这将为人民币汇率提供不折不扣的“蜜月期”，为加强金融监管提供机不可失的“窗口期”！