

# 下半年货币政策稳健偏宽松

□交通银行金融研究中心

2014年上半年我国金融运行态势较为复杂,社会融资结构、金融业监管政策、央行货币政策、银行业负债结构都发生了一系列显著变化。下半年,预计信贷投放平稳较快,投向和结构进一步改善,票据和债券融资扩张也有所加快;随着宏观审慎政策框架下的逆周期调节作用逐步显现,重点领域发展和经济结构调整都将获得较良好的信贷支持。总体来说,促使下半年实体经济资金成本下降的积极因素增多,各渠道融资利率水平有望小幅下行,金融对实体经济的支持力度将有所增强。

下半年,货币政策主要在“稳增长”、“控风险”和“降杠杆”之间进行权衡,加上政策传导存在梗阻也制约了总量宽松政策的效果,预计货币政策保持稳健的总体基调不变,偏向宽松,以保持市场流动性平稳适度。存贷款基准利率和存款准备金率将保持基本稳定,公开市场操作保持净投放,定向下调准备金率、再贷款、再贴现等差别化调整工具会继续被采用。建设市场条件下新型货币调控工具、推动监管政策落地执行、完善金融市场产品也将是中央银行实现政策目标的重要抓手。

## 一、上半年社会融资规模同比少增,贷款利率居高不下

2014年上半年我国货币信贷运行有两个问题值得关注:一是新增社会融资规模同比增加较少、结构变化较为明显。1-6月累计新增社会融资规模10.57万亿元,比去年同期多增4146亿元。其中新增人民币贷款5.74万亿元,较去年同期多增6590亿元,占比明显上升;新增信托贷款4601亿元,同比少增7764亿元,占比大幅下降;新增债券融资规模1.3万亿元,同比多增835亿元。新增未贴现银行承兑汇票7871亿元,较去年同期多增2702亿元。

形成信托融资放缓的主要原因是:同业业务监管加强,相关及其衍生的非信贷供给减少,房地产、地方融资平台融资风险上升,投融资需求也有所下降。银行间市场资金充裕,无风险利率下行及信用利差有所缩窄推动债券融资多增。财务成本较低及不受信贷规模限制是形成未贴现银票新增较多的重要原因。

二是资金市场流动性宽裕未能有效传导到实体经济,贷款利率居高不下。2014年年初以来,尤其是进入二季度后,货币市场利率、特别是短期利率处于较低水平,银行间市场资金较为充裕,但资金市场利率的回落并未有效通过信贷传导到实体经济。市场化的贷款基准利率(LPR)在推出后持续上升,在6月16日达到半年中5.77%的最高水平,较年初上升4个基点。这一方面是由于经济下行压力存在,银行风险偏好总体有所下降,总量型货币政策在传导至银行信贷的过程中受到一定梗阻。另一方面原因是利率市场化程度不断提高,存款分流现象较为明显,银行存款实际增长不断放缓,且负债成本有所上升。货币市场资金充裕并没有改变行业存贷比考核压力较高的局面,存款成本贷款利率也难以下降。

## 二、下半年金融对实体经济的支持作用将有所增强

2014年下半年经济增长压力仍然较大,实体经济融资需求难以迅速上升,但货币政策稳中偏松,对重点领域发展和经济结构调整的支持力度将有所加大。预计信贷投放平稳较快,投向和结构将进一步改善,票据和债券融资扩张也将较为明显,融资成本可能小幅下行,融资结构进一步调整。

1、制造业投融资较为疲弱,但信贷支持将有所加强

在经济调结构去杠杆的过程中,实体经济,尤其是工业制造业整体经营压力较大,相关企业的盈利能力和抗风险能力有持续降低的趋势。对于工业制造业来说,由于资金周转放缓,扩大经营规模的意愿较低,总融资需求较为疲弱。央行公布的5000户工业企业资金周转景气指数显示:2011年以来工业企业资金周转状况持续下降,相关行业运营难度持续增加、资金回流放缓、利润创造能力下降。从现象看,截至5月末,我国固定资产投资完成额增速持续下降,已接近17%的低位,较近年20%以上的年均增速有大幅明显下挫。在一系列微刺激政策的影响下,下半年经济增长小幅回暖可期,但迅速回升的可能性不大,工业制造业融资需求难有明显回升。

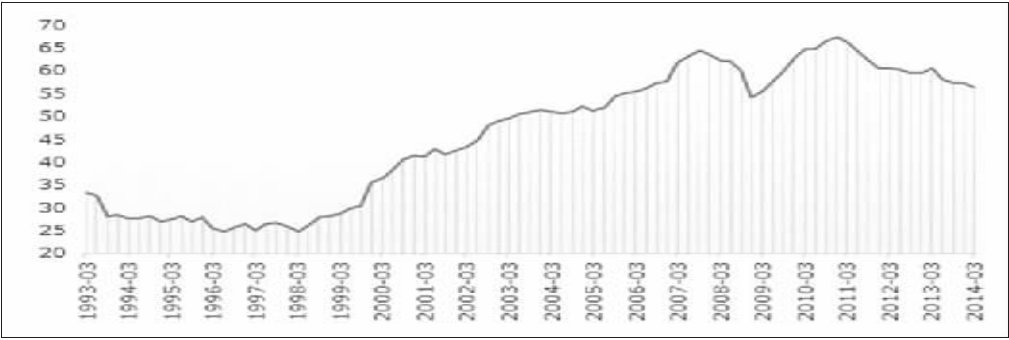
从信贷供应端来看,为缓解非信贷融资明显下降、金融机构风险偏好下降等问题,央行逆周期操作策略逐步明确,下半年稳健货币政策将略趋宽松,并继续通过定向降准、再贷款等方式,鼓励和支持银行信贷,保证在建续建工程和项目的合理资金需求,特别是积极支持铁路等重大基础设施、城市基础设施、棚户区改造等民生工程建设。另一方面,存贷比监管调整优化有利于缓解银行存款压力,增加贷款投放能力。此外,利率结构陡峭化也将激励金融机构增加中长期资金投放。综合多方面因素判断,下半年信贷增长将保持二季度后期以来平稳较快的态势。

2、信贷投向和结构将进一步优化

虽然工业增长和相关产业部门融资需求总体疲弱,房地产相关投资需求总体放缓,但经济结构调整释放出大量的服务业融资需求。2014年第1季度,服务业新增中长期贷款规模达7900亿元人民币,较去年同期扩张1500亿元人民币,同期新增工业中长期贷款则仅为2100亿元人民币,服务业融资需求对工业融资需求的替代作用十分显著。

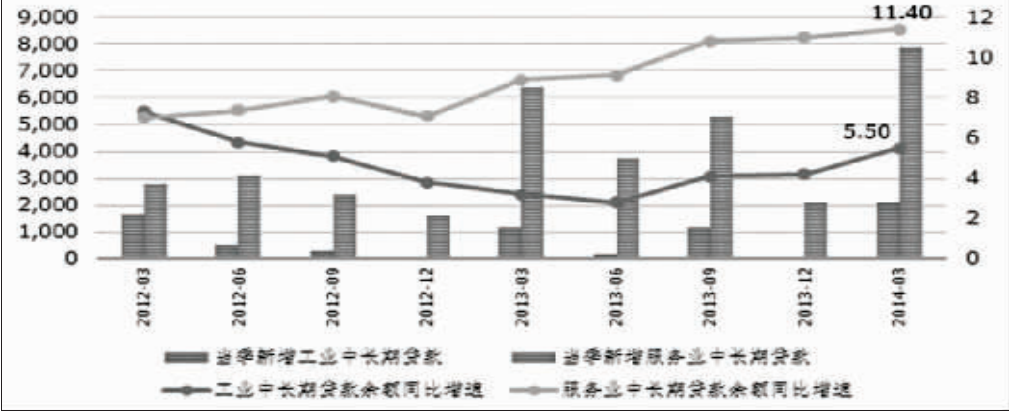
下半年,银行信贷投资结构将进一步改善和优化,第三产业多数行业的贷款投放将继续明显加快。这主要是因为批发零售、交通运输、信息技术服务、租赁和商务服务业等经济领域投资需求均有加快态势。一批新兴产业、新模式发展势头较好,一些积极推进转型升级和资助创新的产业和企业也已呈现出较强的抗

5000户工业企业资金周转状况景气指数(单位:%)



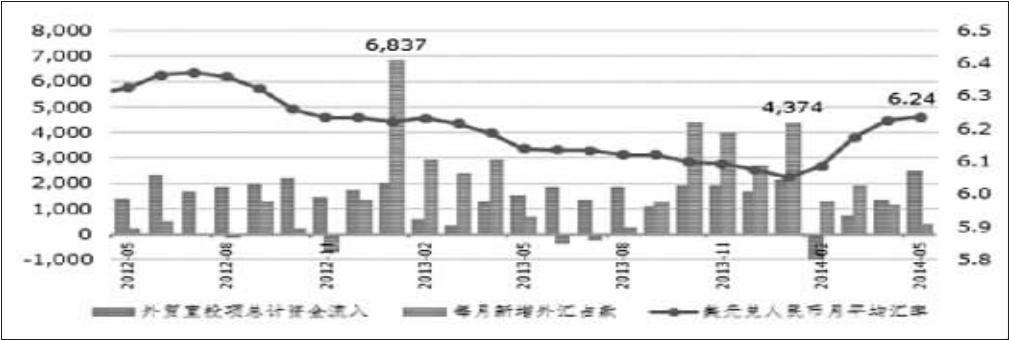
资料来源:中国人民银行

工业、服务业中长期贷款投放情况(单位:亿元人民币,% )



资料来源:WIND, 中国人民银行

影响外汇占款的主要因素分析(单位:亿元人民币,无单位)



资料来源:海关总署,商务部,中国人民银行

风险能力和发展活力。此外,就业形势较好、收入平稳增长等积极信号,也支持消费信贷需求持续较快扩张。综合各实体经济产业和银行部门信贷供需情况来看,预计全年新增人民币贷款有望达到10万亿元左右,对应余额同比增速约14%。

3、主要渠道融资成本有望小幅下行

在经济下行压力较大,信用风险较高,银行间资金趋于宽裕等多重因素影响下,票据融资利率持续走低。截至6月20日,珠三角、长三角票据直贴利率分别为4.40%和4.35%,较2013年年末均下降了1.65个百分点。在此情况下,企业倾向于通过票据融资来满足短期融资需求,并相应减少短期贷款需求。从现象看,每月新增票据融资在2014年3月由负转正,3、4、5月的新增票据融资分别为408.860和1545亿元,增量逐步扩大,预计这一趋势在下半年将延续。此外,货币市场资金趋松及短期利率水平趋降也对债券市场形成了持续刺激作用,债券融资将保持逐步加快之势,货币市场短端利率将通过债券市场向实体经济传递,债券融资成本有望稳中有降。

贷款利率方面,由于货币市场基金和理财产品收益率随短期利率同步下行,且金融系统内资金流动性提高,下半年银行吸收存款压力将略有减轻,对企业和个人负债利息成本将总体稳定或略有降低。特别是,在资金趋松、微刺激效果逐步显现的背景下,无风险利率、债券市场隐含信用风险都呈现下降趋势,显示市场风险偏好有所上升。另外,在融资需求难以迅速、大幅增加的情况下,逆周期货币性刺激也有利于提高资金需求方的议价能力。综合各方面因素,预计下半年贷款利率水平可能将略有下降。6月份以来贷款基准利率(LPR)一改之前的持续上升态势而有微幅回落,可能就是贷款市场供需形势有所变化的信号。不过,由于存款增长趋势性放缓、负债成本难以明显下降,贷款利率大幅下降的可能性很低。

从社会融资结构来看,下半年贷款投放节奏将先快而后趋缓,新增4.2万亿左右;信托贷款将较上半年有所放缓,新增规模约在2500亿元左右;委托贷款作为对信贷和其它融资方式的补充预计新增1.6万亿元左右;企业债券融资将保持加速扩张的态势,预计新增1.4万亿元左右。虽然由于影子银行管理、同业监管加强等原

因,信托贷款放缓较为明显,但资金面趋松,银行信贷和债券投资较快将支持下半年社会融资新增较快,预计全年新增社会融资规模将达到18.5万亿元左右,融资结构继续调整。

## 三、货币供给结构性变化明显,总体平稳增长

2014年下半年,商业银行贷款投放节奏将先快后缓,全年余额同比增速可能达到14%左右;此外有价证券购买及投资将继续保持高速增长,全年余额同比增速将保持在20%以上,全年存款性公司负债扩张速度应在15%左右。从货币创造的角度,这有利于增加货币供给,但由于存款性公司负债结构的变化,预计其中广义货币部分余额同比增速将在13.5%左右,狭义货币将低速运行,余额同比增速约在7.5%。

1、广义货币结构性变化明显

近年我国金融机构各类存款负债结构性变化明显,发展态势较为复杂。首先是存款利率管制仍较严格、信贷供需关系总体偏紧、市场利率水平相对较高等因素对金融创新形成了较强的激励。产品创新和财务公司模式的发展明显分流了各类单位活期存款,单位活期存款增速持续明显低于准货币增速,这造成广义货币与狭义货币增速差距持续存在,且有拉大的趋势。其次,金融“脱媒”导致非银行金融机构资产规模加速扩张,以客户保证金、同业存款为代表的“其它存款”快速扩张。这一现象在2014年4月尤其明显,当月单位活期存款下降3487亿元,个人存款下降1.25万亿元,但同期“其它存款”新增1.8万亿元,广义货币结构性变化、存款搬家现象特别明显。

具体来看,广义货币增速慢于存款性公司的资产负债表扩张速度主要是因为存款性公司对企业及住户负债占比迅速下降,而对其它金融机构负债迅速扩张。截至2014年4月末,存款性公司对金融机构负债余额同比增速达到56.3%,而对非金融企业及住户负债余额同比增速仅为10.45%。在下半年,由于金融机构同业业务监管加强,预计同业信用创造将放缓明显,对广义货币扩张将形成负面影响。此外,存款性公司对央行和海外负债规模扩张较快也是形成广义货币相对存款性公司资产负债规模扩张较慢的原因。截至2014年4月末,存款性公司对央行负债1.2万亿元,余额同比增速在

30.41%;在下半年货币政策稳健趋松的环境下,预计存款性公司对央行负债将进一步上升,从而扩大广义货币与存款性公司负债扩张速度的差异。

相比上半年,2014年下半年企业经营压力将略有缓解,实体经济货币流动性趋于上升。但由于创新性产品及财务公司等金融工具对单位活期存款的替代优势仍将持续,狭义货币统计口径仅包含了单位活期存款部分,狭义货币增速对货币活性的表现力将持续不足,狭义货币仍将低速运行,年末余额同比增速将在7.5%左右。

2、下半年新增外汇占款将低于去年同期水平

从货币政策乘数的角度看,外生性因素将导致基础货币投放少于去年同期水平,但由于信贷扩张较快,货币乘数将略有提高。与5、6月份相比较,2014年下半年每月新增外汇占款将略有回升,但货币当局外汇占款新增较少,下半年累计新增外汇占款总量将较去年同期明显下降。具体来看,贸易顺差在第二季度开始逐月增加,出口金额已出现同比改善,这将明显改变汇率预期及私人部门结售汇意愿,导致新增外汇占款改变逐月下降的态势,在下半年出现逆转;上半年持续大量累积的外汇存款也将成为重要外汇资金来源。在中国经济再度企稳、美国延迟加息预期增强的条件下,外商直接投资在下半年也将有所改善。虽然我国对外直接投资将延续较快增长的态势,但可以确定直接投资项净资金流入在下半年将保持较高水平。不过,受累于中国经济增速中期结构性放缓较为明确、短期大规模刺激政策出台可能性很低、企业信用风险仍然较高、大类资产收益率有下降风险及人民币兑美元已缺乏持续升值动力等因素,虽然下半年新增外汇占款将有所回升,但实际新增外汇占款相对去年同期将明显偏低,形成外生性基础货币投放放缓的现象。总的来说,由于新增外汇占款波动明显,且往往滞后于经济基本面状况,实际增加了汇率扰动和央行管理基础货币的难度,商业银行更需要灵活和及时加以应对。

3、财政存款留存较多仍对货币扩张有一定压缩作用

近年来,我国政府预算和支出管理能力持续增强,中央对地方政府和党政机关单位可控制性支出和相关类别做出了日益完善和严格的规定。这形成了公共财政收入总体增速趋缓,财政政策积极条件下,金融机构财政存款余额却较快增长的特殊现象。在2013年,财政存款余额同比增速由年初的-6.73%持续上升到了年末23.36%的水平,对社会可用资金的占用非常明显。2014年1-5月,全国财政支出5.26万亿元,同比增长12.9%,增速较4月末提升3.3个百分点,5月财政支出力度也明显加大,形成新增财政存款留存较少。然而1-5月累计新增财政存款9578亿元,尽管较去年同期少增1360亿元,绝对水平依然不小。参考2013年末和2014年初财政存款的收支情况,可以预判2014年财政存款新增规模将仍然不小,对货币增长仍有一定挤压作用。

## 四、下半年货币政策将继续稳中偏松

下半年,货币政策主要在“稳增长”、“防风险”和“降杠杆”之间进行权衡,加上政策传导存在梗阻也制约了总量宽松政策的效果,预计货币政策保持稳健的总体基调不变,偏向宽松,以保持市场流动性平稳适度;在总体稳健的前提下,下半年政策操作会继续呈现结构性支持、定向调整的特点,以有针对性地加强对重点领域和薄弱环节的金融支持。

存贷款基准利率仍将保持基本稳定。贷款市场利率上升,企业融资成本高企,客观上有降低基准利率的需要。但目前贷款利率下限已经放开,银行越来越倾向于使用更为市场化的LPR来进行贷款定价,贷款利率基本已经实现市场化,贷款基准利率对贷款市场利率的影响已经大为减弱。尽管存款利率尚未完全放开,但在金融脱媒快速发展、互联网金融创新加快、货币市场基金规模不断扩大的影响下,银行不断通过扩大理财产品发行来加大资金吸收力度,市场化存款占比越来越高,粗略估算这一比例目前高达20%,部分银行甚至更高,存款基准利率对银行负债成本的影响同样“今不如昔”。由于目前市场化利率水平与法定存款利率上限间仍有空间,下调法定存款利率也不利于商业银行稳定存款和良好管理相应的贷款规模。在新的货币政策市场化传导机制尚未形成的情况下,央行对存贷款基准利率的调整会较为谨慎,年内降息的可能性不大。

存款准备金率全面、大幅调整的可能性不大,定向调整仍可能被采用。全面宽松信号

不利于稳健货币政策的稳定性和连续性,如果考虑到商业银行对政策的反馈,当前经济环境也会削弱降准对实际信贷投放的支持作用。因为中期下行风险持续存在,银行资产质量压力较大,资本约束较为严格,存款形势依然偏紧,存贷比体制尚存等诸多制约因素在下半年仍将持续存在。全面、大幅降准带来的整体流动性宽松也并不会保证资金能够进入小微、“三农”等迫切需要资金支持的领域。还需考虑的是,下半年可能会推出调整存贷比的举措,这对缓解银行存款压力、促进扩大信贷投放有直接的效果,从而会在很大程度上替代降准。在此情况下,针对部分金融机构定向降准仍可能会被采用。较之全面降准,附带一定条件的定向降准具有明显的激励作用。比如,6月9日推出的对小微贷款占比达到一定水平的金融机构下调准备金率,就有激励金融机构扩大小微企业贷款投放的效果。但若资本大规模流出、外汇占款增速明显放缓,为维持货币市场利率基本稳定,不排除适时小幅下调存款准备金率的可能。此外,准备金率调整还应“从长计议”,在存款增速趋势性下降的大前提下,逐步有序地降低较高的法定存款准备金率到相对合理水平,将是个方向性的政策选项。

公开市场操作保持净投放,并综合运用再贷款、再贴现等定向调节工具。为在经济下行期为金融系统和实体经济提供适度流动性,有效调控系统性风险,刺激经济企稳,以及应对外部流动性冲击和跨境资本流动态势,中央银行将继续灵活使用公开市场工具调节各金融市场利率水平和期限结构,适度降低终端企业票据融资和债券发行成本,在下半年会继续适度加大公开市场资金投放力度。此外,中央银行也将继续灵活使用再贷款、再贴现、SLO和SLF等定向调节工具,加强对重点金融机构和特定经济部门进行有针对性的调节,促使特殊领域重点领域的资金成本、信贷融资成本稳中略降。

## 五、金融改革有望稳步推进

一系列金融改革有望在下半年继续平稳推进。利率市场化方面,预计存款保险制度将会很快推出,存款类金融机构的破产退出机制有望出台;并试点商业银行直接向非金融企业、居民发行大额存单。预计资本和金融账户将针对性地、有节奏地有序推进,放开对外直接投资的步伐有望加快,特别是逐步对企业和个人对外直接投资进一步放宽;在上海自由贸易试验区实施的基础上,还有可能有选择地在国内金融、旅游、文化等行业进一步扩大对外国资本的开放。降低发行门槛、简化审批等完善资本市场建设等举措有望进一步推出,以发展扩大股票、债券融资,优化融资结构。

6月30日,银监会发布了《关于调整商业银行存贷比计算口径的通知》,通过适当减少分子、扩大分母来对存贷比管理进行了调整和优化,这有利于缓解银行存贷比考核压力,促进银行扩大信贷投放。但鉴于这些分子、分母调整项的规模不大,效果可能并不明显。比如,仅有少数金融机构使用支小再贷款发放小微企业贷款;而银行对企业、个人大额可转让存单尚未正式发行。但动态看,此次调整对激励银行多发放大微贷款、鼓励银行发行大额存单、促进外资银行利用境外母行的稳定资金有一定的正向激励作用。未来,随着银行存款增长趋势性放缓、负债结构进一步多元化,不排除存贷比进一步调整优化的可能。比如可以将稳定性较好、非结算类、固定期限的同业存款纳入存款总额来计算存贷比。截至2014年4月末,其他存款性公司负债和其他金融性公司负债两项加总约为22万亿元,保守估计其中的稳定性较好的同业存款约占一半、即11万亿左右,占全部一般性存款比例约为10%。若将这些稳定较好的同业存款纳入存贷比分母,可能会导致存贷比下降6个百分点左右。从长远看,可以考虑修改商业银行法,取消这一监管规定。

中央银行的“新型”基础货币投放工具——抵押补充贷款(PSL,Pledged Supplementary Lending)——在下半年有望推出,这将为中央银行在市场化条件下确定和引导中期政策利率提供政策工具。抵押补充贷款(PSL)的定义与期限和再贷款比较类似,将对再贷款形成较好的补充和一定程度的替代,也将提高我国央行货币政策的市场化程度。在较长的一段时间内,我国央行可以通过调节各期限的贷款利率有效管理社会融资成本和供需关系,在贷款利率自由化之后,抵押补充贷款(PSL)或相关货币工具的推出将有助于解决当前央行对中长期利率调控困难的问题,进一步增加货币政策的有效性、针对性和“利率(期限)结构性”调控能力。