

央行公开市场操作与货币政策取向

2009 年 04 月 24 日

研究要点：

- 针对当前金融市场流动性充裕的状况，央行公开市场操作的政策思路正在从平滑到期资金到流动性控制转变。
- 央行在连续三个月的信贷持续高增长后，正在通过正回购手段或三个月央票略回收目前市场过剩的流动性，以平滑 2009 年月度资金供应。这样政策效果，在短期小幅回收流动性有助于平滑资金供应的同时，可以相应地降低目前信贷扩张速度。
- 尽管 09 年 1 季度 4.58 万亿巨额信贷引起金融当局的高度重视，对流动性和通胀压力表示担忧，但宽松货币政策基调不会变，全年信贷预计在 7-8 万亿之间。
- 宽松货币政策基调不变的前提下，我国货币当局的信贷政策正在发生微妙变化，即将从年初的鼓励信贷投放转变为审慎态度，并继续通过货币市场操做进行流动性回收。
- 在货币政策工具选择上，下半年应是央行下调存款准备金率的时间窗口。

金融与产业研究所 宏观组

TEL：

021-6337 3195

FAX：

021-6337 3209

Email：

zxzhang001@163.com

地 址：

上海市延安东路 45 号工商
联大厦 20F
(邮编 200002)

2009 年 4 月份以来，央行通过公开市场操作巨额正回购行为引发市场对货币政策的担忧，央行公开市场操作的正回购行为向市场传递怎样的信号？这是否意味着央行宽松货币政策的转向？是否引发 09 年金融市场流动性的“逆转”？在此，针对上述问题，我们进行如下分析：

一、央行回购与流动性对冲

央行公开市场操作是中央银行吞吐基础货币、调节市场流动性的主要货币政策工具，其政策目的是通过资金的投放和回笼，维持金融市场的稳定。4 月份以来，央行在公开市场明显加大回笼力度。据统计显示，央行在第一周净回笼 220 亿元；第二周净回笼 600 亿元；第三周净回笼 180 亿元；本周到期资金 1940 亿元，周二已回笼 1650 亿元，加上 23 日发行的 550 亿 3 个月央票，本周回笼资金 260 亿元。

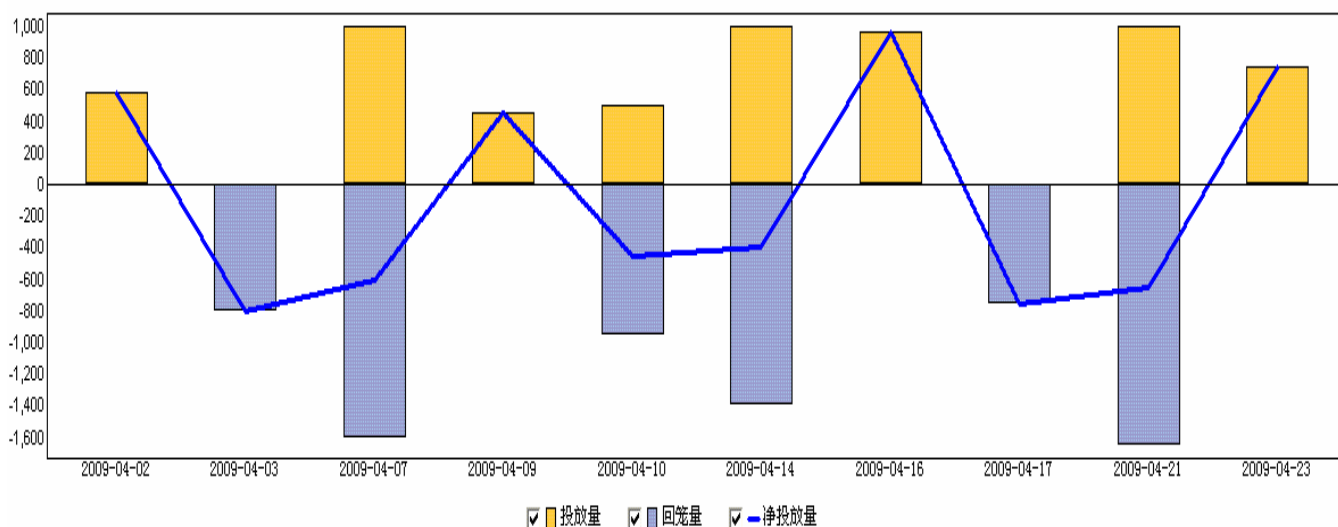


图 1：09 年 4 月央行的公开市场操作

从政策效果而言，由于央行票据到期和正回购到期，央行在通过公开市场发行票据和正回购操作，实现货币市场上到期货币资金的平滑效果。例如，从 2006 年 1 月到 09 年 4 月的央行公开市场操作看，央行通过回购和央票发行回收到期的市场流动性，在公开市场操作中呈现以下几个鲜明特点（参见图 2）：

- (1) 每年的 1 季度到期(投放)货币量和回笼资金量在当年所占比重最高（占全年 30-40%）；
- (2) 自 2000-2008 年，央行每年第 1 季度在货币市场公开操作中是以净回笼为主（只有 09 年除外），而第 2-4 季度则是资金净回笼与净投放互现；
- (3) 央行资金的净投放和净回笼与央行的紧松货币政策取向密切相关。与适度紧缩的货币政策相对应，05-07 年开始央行公开市场的净回笼资金分别为 13379 亿元、7710

亿元、9028 亿元，08 年前 3 季度净回笼 8509 亿元；2008 年 10 月开始，央行在公开市场操作正式由净回笼转向净投放，此后除 2009 年 2 月份外（春节因素），央行始终保持了净投放的货币政策。

根据我国央行公开市场业务操作的特点，央行通过合理安排公开市场工具组合、期限结构和操作力度，货币政策从操作的政策思路正在从平滑到期资金到流动性控制转变。

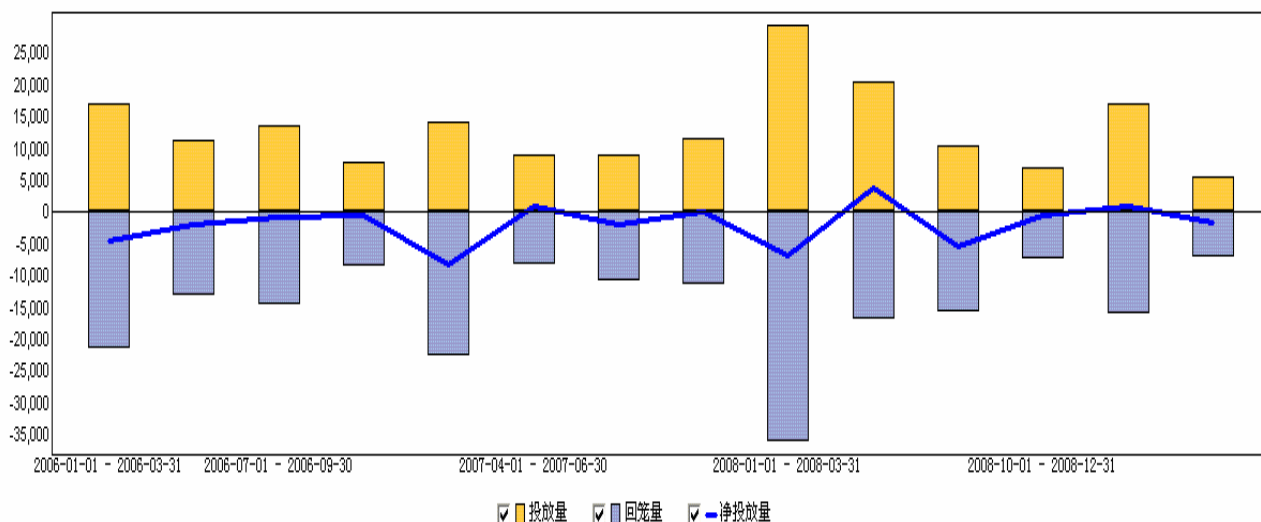


图 2：央行季度货币投放与回笼（2006.1-2009.4）

2009 年 4 月份以来，央行回购与公开市场操作面对的外部环境发生了明显变化，这种变化主要是信贷爆发性增长带来的资金流动性宽裕。2009 年 1-3 月份各月的新增信贷额度分别达到 1.62 万亿、1.07 万亿和 1.89 万亿；一季度累计达到 4.58 万亿，逼近 2008 年全年 4.93 万亿的水平，与央行制定的 5 万亿以上的年度目标相差不远。新增贷款 4.58 亿元，已经接近同期 GDP 的 70%（见图 3）。信贷的爆发性增长，使得流动性持续保持充裕格局。央行在连续三个月的信贷持续高增长后，正在通过正回购手段或者三个月央票略回收目前市场过剩的流动性，以平滑 2009 年月度资金供应。据统计，2009 年全年的到期资金量仍呈现前高后低的特征，三季度和四季度的到期资金量大幅缩减，分别只有 11825 亿元和 2050 亿元，与前两个季度 17045 亿元和 18060 亿元的到期量存在巨大之别（见图 4、图 5）。尤其是 09 年 8 月份之后，货币市场并无正回购到期（09 年 3-5 月份月均到期资金为 4000-4500 亿元之间），因此进行 91 天的正回购和 3 个月央票发行成为央行回收流动性的必然选择。通过上述货币政策操作，在短期小幅回收流动性有助于平滑资金供应的同时，可以相应地降低目前信贷扩张速度。



图 3：银行信贷增长及占当期 GDP 比重

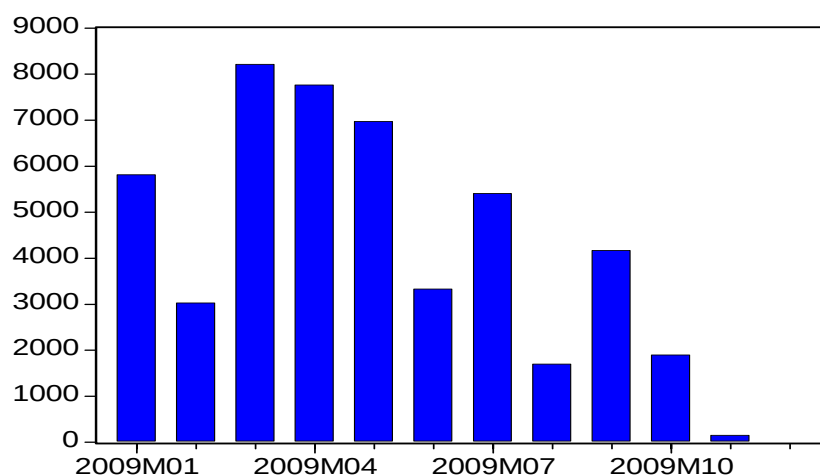
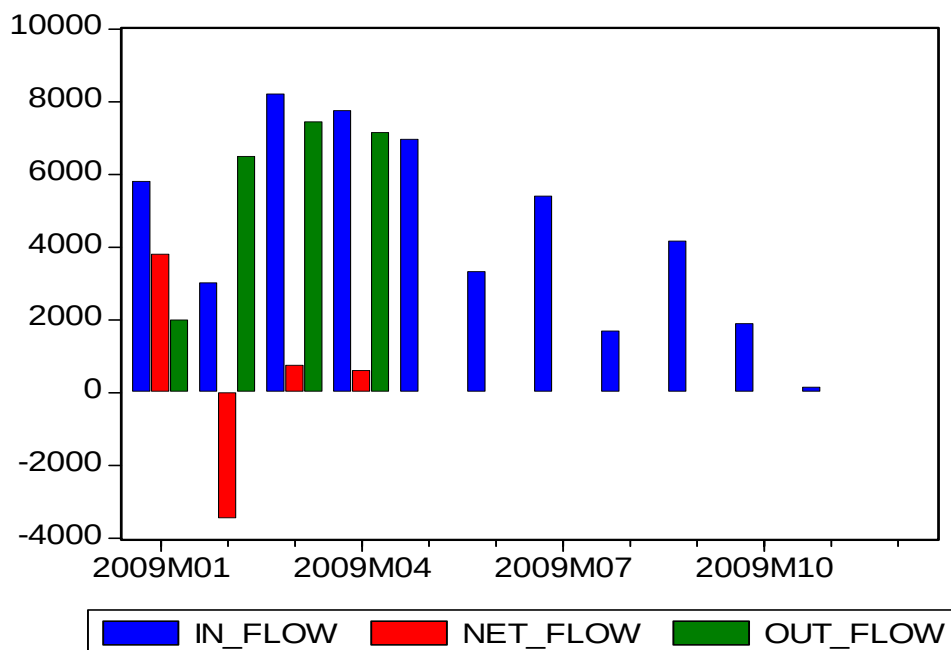


图 4：2009 年到期资金量



注：投放 (in_flow)、回笼 (out_flow) 和净投放量 (net_flow)

图 5：2009 年各月份到期资金量和 1-4 月资金回笼状况

二、未来货币政策的判断

央行从年初货币市场资金净投放转变为净回笼，是否意味着我国宽松的货币政策进行转向？从 2009 年中期开始央行是否进行信贷收缩？针对影响实体经济和金融市场的这一重要问题，我们在判断未来货币政策选择上，观点如下：

(1) 宽松货币政策基调不会变，全年信贷预计在 7-8 万亿之间。

尽管 09 年 1 季度 4.58 万亿巨额信贷引起金融当局的高度重视，对流动性和通胀压力表示担忧，但从短期看中国经济仍不稳定状态，对中央政府而言稳定经济的重要性仍明显超过对通胀的担忧，因此，短期来看，金融监管当局控制货币信贷的意图可能会遇到政治的压力。在这一大背景下，央行态度与国务院必须保持高度一致，即继续执行适度宽松的货币政策，保持政策的连续性、稳定性，继续保持银行体系流动性合理充裕。尽管 1 季度信贷额度已经接近全年 5 万亿指标，但没有必要担心金融当局在突破信贷目标额度后进行信贷“急刹车”风险。同时，由于商业银行倾向以 1 季度放贷的特征，未来银行信贷减速将成为必然，但银行信贷整体保持适度速度，预计全年信贷将达到 7-8 亿。

(2) 宽松货币政策基调不变的前提下，我国货币当局的信贷政策正在发生微妙变化，即将从年初的鼓励信贷投放转变为审慎态度。下一阶段，中央决策部门继续通过银行信贷的“经济加速器效应”启动实体经济，中央银行和银监会不可能采取行政手段要求金融机构收缩信贷，实体经济部门信贷资金供给相对宽松。但在这一基本前提下政策

取向正在微妙变化,即信贷扩张和金融体系的流动性适度收缩并举,我国的中央银行认为银行体系资金足以支撑实体经济复苏需求,短期内央行将主要通过公开市场操作调节流动性,并会延续资金小幅净回笼操作。

(3) 在货币政策工具选择上,下半年应是央行下调存款准备金率的时间窗口。

在央行连续宽松货币政策的刺激下,当前金融体系的流动性整体表现充裕。在流动性压力和通胀预期下,近期内央行下调利率和存款准备金率的可能性进一步降低。从中期看,由于6、7月份之后正回购和央票到期量急剧萎缩,虽然央行会通过诸如3个月的央票或者正回购推移资金的注入,但低于正常值的可能性很大,我们认为很有可能在这个时间窗口下调存款准备金率。

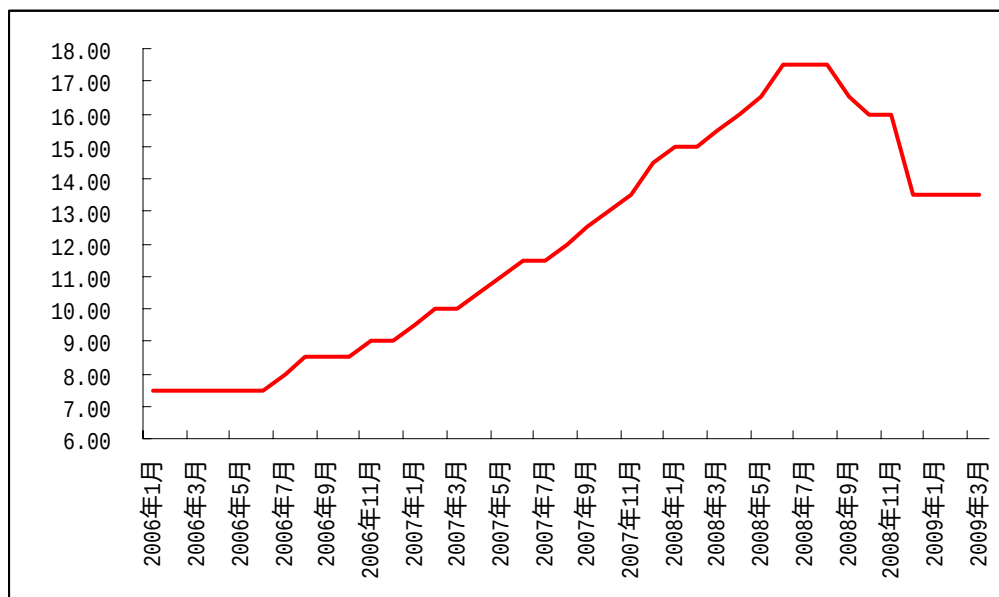


图6：我国金融机构的存款准备金率

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址：上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层（邮编 200002）

电话：(8621) 6336 7000

传真：(8621) 6337 3209