

节前布控体现央行流动性回收的“超前”战略意

图——兼论美联储提高贴现率的“退出战略”

2010年2月22日

主要观点：

- 我国央行选择春节前的时间窗口进行货币政策调控，体现了央行流动性回收的“超前”战略意图。目前金融体系流动性依然充沛，1月份货币供应量远远高出央行2010年的货币供给目标。因此，针对当前金融市场流动性充沛状况，如何采取合理政策工具组合搭配推动货币供应持续回落并回归“常态”，将是货币政策的基本导向。
- 我国央行连续动用“银行存款准备金率”（RRR）这一货币政策工具的意图很显然：既不损害实体经济复苏，又要抽走金融市场的多余流动性。2010年1月中旬后债券指数持续上涨，说明监管层“均衡放贷的政策”导致银行体系流动性更多涌向了债券市场，抽走多余流动性成为央行的理性选择。
- 如何实施合理的“退出战略”，成为各国央行的调控艺术。美国 Fed 拟采取超额准备金利率的方式，从银行体系多余流动性引导到中央银行，我国央行的 RRR 调整思路与 Fed 如出一辙：从金融体系抽走过多的市场流动性以此减弱通胀预期；同时，暂不采用加息的价格工具，说明央行在货币政策工具搭配中考虑不损害实体经济的前提下谋划“刺激政策退出战略”。
- 2月18日，Fed 提高贴现率，我们认为这一政策至少向市场传递以下三层信息：（1）在2月1日停止实施系列金融市场流动性工具后，Fed 宣布提高贴现率，这昭示着美国“退出战略”进入新阶段；（2）美国是西方三大经济体率先实施“退出战略”的国家，这为美元中期走强提供了政策支持，从而可能引发全球资金市场的“再洗牌”；（3）通胀无忧的美国经济，使得 Fed 在抽回市场流动性的前提下，可以保持低市场目标利率而刺激实体经济复苏。

金融与产业研究所

宏观组

TEL: 021-63373195

FAX: 021-6337 3209

Email: changsen@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20

邮编：200002

中国人民银行决定，从2010年2月25日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。央行选择春节前的时间窗口进行货币政策调控，体现了央行流动性回收的“超前”战略意图。我们的观点具体如下：

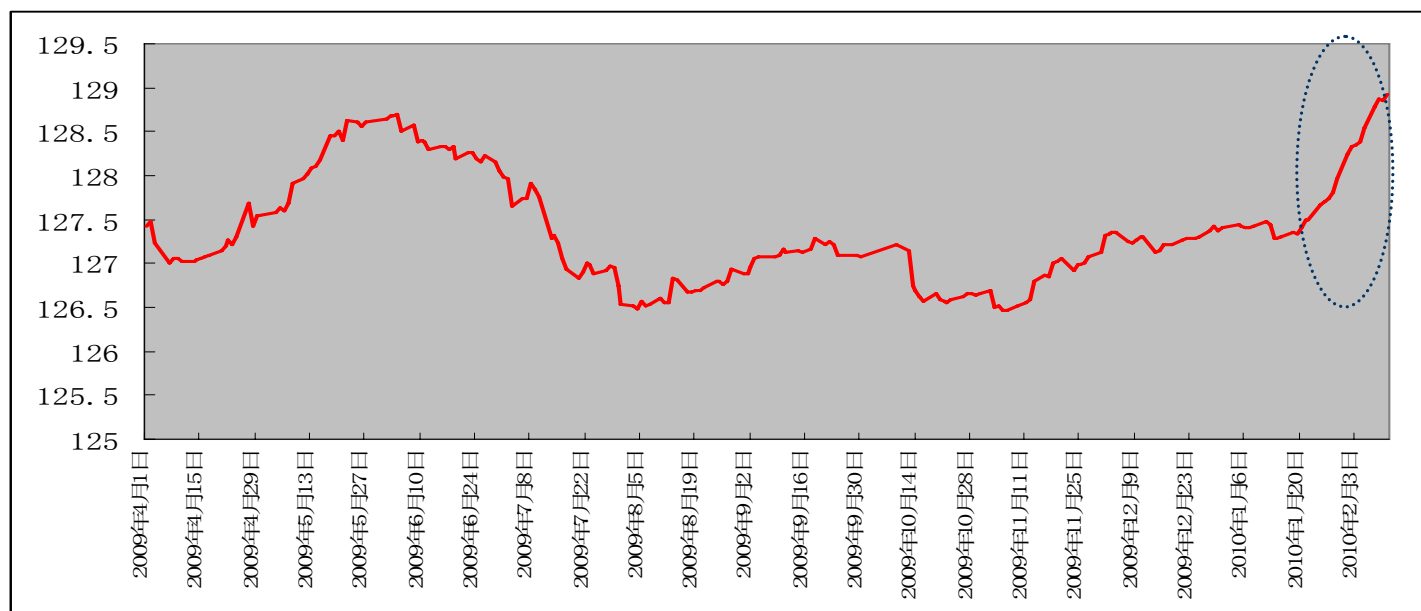
一、 调控流动性是央行2010年货币政策的重要中间目标选择

对于中国中央决策层而言，2010年“促增长、调结构和防通胀”的“多级目标”导向中，防通胀压力非常突出，而通胀的背后根源在于2009年超额货币和超额信贷的投放。因此，如何保持合理、均衡的信贷和货币投放就成为宏观政策的重要中间目标。从2月10日央行公布的2010年1月份中国金融数据看，当前经济体系中的信贷和货币供应的紧缩压力并未完全消减，广义货币供应量(M2)同比增长25.98%，狭义货币供应量(M1)同比增长38.96%（具体见2月11日研究所研究报告《流动性依然充沛，紧缩压力并未消减》）。远远高出央行2010年17%的广义货币目标。

因此，针对当前金融市场流动性充沛的状况，如何采取合理政策工具组合搭配推动货币供应持续回落并回归“常态”，将是货币政策的基本导向。

二、 央行货币政策紧缩针对的是金融市场“多余流动性”

央行连续动用“银行存款准备金率”(RRR)这一货币政策工具的意图很显然：既不损害实体经济复苏，又要抽走金融市场的多余流动性。从1月份中央银行和银监会的“均衡放贷”政策和RRR上调后，我们发现金融体系的流动性并未出现萎缩，而是在限制银行放贷后，金融体系（主要是银行体系）流动性更多地涌向了债券市场。从2010年1月中旬后债券指数持续上涨就是明显证据（见图1）。



数据来源：Wind，东北证券金融与产业研究所。

图 1：2010 年 1 月中旬后债券指数持续上涨

基于金融市场流动性充沛的判断，央行可以用准备金率上调的方式进行“吸纳”多余流动性，这也是央行在节前 RRR 上调的最直接理由。

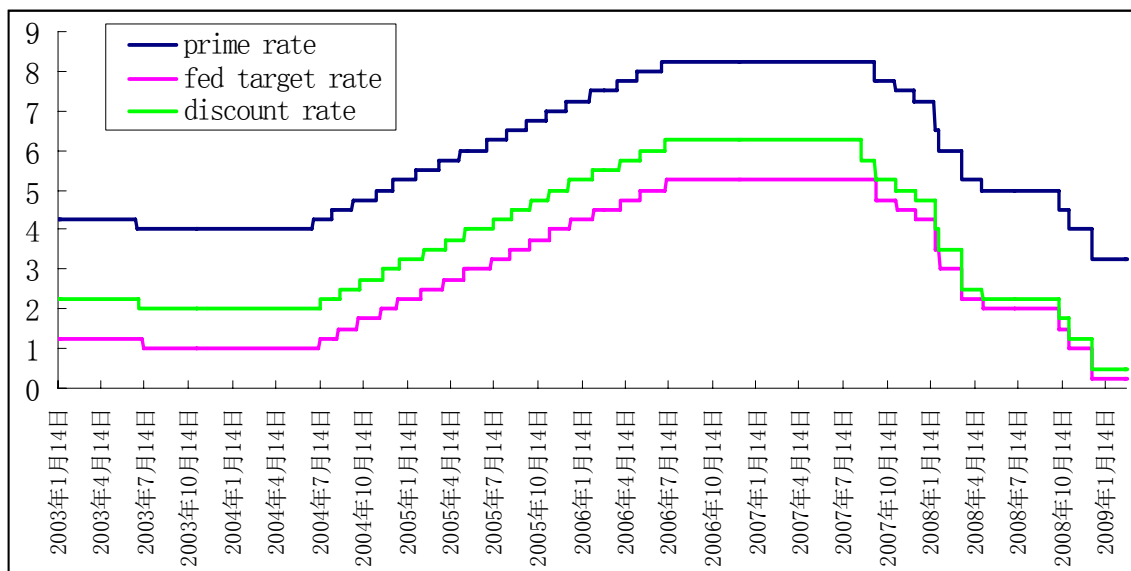
三、用“数量化工具”而非“价格工具”是央行“退出战略”的艺术

在后金融危机时期，各国金融监管部门将在确保经济稳定复苏的前提下谋划经济刺激政策的“退出战略”(Exit strategy)。既不损害实体经济，又将金融体系的充裕流动性吸收，成为各国央行的调控艺术。

2010年2月10日，美联储主席B.S. Bernanke众议院金融委员会的听证会证词表明，美国Fed拟采取超额准备金利率的方式，从银行体系多余流动性引导到中央银行，从而保证流动性回收和借贷市场利率稳定双重效果。2月18日，Fed提高贴现率，我们认为这一政策至少向市场传递以下三层信息：(1)在2月1日Fed停止实施资产支持商业票据型货币市场基金流动性工具(the Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility)，商业票据融资性工具(the Commercial Paper Funding Facility)，初级交易商信贷工具(the Primary Dealer Credit Facility)和定期证券借贷工具(the Term Securities Lending Facility)等系列金融市场流动性工具后，宣布提高贴现率，这昭示着美国“退出战略”进入新阶段；(2)美国是西方三大经济体率先实施“退出战略”的国家，这为美元中期走强提供了政策支持，从而可能引发全球资金市场的“再洗牌”；(3)通胀无忧的美国经济，使得Fed在抽回市场流动性的前提下，可以保持低市场目标利率而刺激实体经济复苏。

我国央行的RRR调整思路同Fed如出一辙：从金融体系抽走过多的市场流动性以此减弱通胀预期；同时，暂不采用加息的价格工具，说明央行在货币政策工具搭配中考虑不损害实体经济的前提下谋划“刺激政策退出战略”。

同时，我们再次强调的是价格工具损害了实体经济而对流动性回收有限，因此在万不得已(真实通胀超过3%并且通胀趋势确认)，央行不会采取加息措施。



注：目标利率(Fed target rate)、贴现率(Discount rate)和商业银行最优利率(Prime rate)。

数据来源：Bloomberg，东北证券金融与产业研究所。

图 2：处于经济周期波动的美国央行目标利率与市场利率

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。