

中国宏观策略研究

金融去杠杆或将抑制通胀上行

2017年1月9日

● 12月CPI在基数效应以及食品价格回落的推动下，从上个月的2.3%下降至2.1%。进口大宗商品价格上涨以及国内经济在4季度惯性改善推动PPI同比和环比增速继续扩大。2016年全年CPI和PPI分别定格在2.0%和-1.3%，从数字层面来看并没有构成去年年初市场所担心的滞胀。2017年全球通胀水平有回升的趋势，特别是发达经济体预计会有明显改善，美国核心通胀率在特朗普财政刺激下会超越2%，而欧元区和日本也将摆脱通缩的泥潭。加上大宗商品价格可能会有反弹，市场似乎对今年中国的通胀问题又有所担心，特别是在中央经济工作会议上关于货币政策立场提出“中性”的表述之后，甚至认为未来央行有加息的可能。我们认为央行货币政策取向转向“中性”更多的是针对防范资产价格泡沫和降低金融风险，金融去杠杆客观上会收紧货币环境，从而在一定程度上抑制通胀上行，因此无需央行采取类似加息等额外货币紧缩措施。

● 从历史数据来看，中国的基础货币增速和货币乘数呈现明显的负相关关系。一般来说，当货币乘数上升，基础货币增速及开始放缓；反之，货币乘数下降，则基础货币增速上升。中国的基础货币供应很大程度上是由外汇占款决定的，而央行对国内流动性的调节是通过调整存款准备金率来控制商业银行的信用创造能力实现的，而后者也表现为货币乘数的变动。虽然出口对中国经济增长的拉动效应日渐下降，但中国经济的景气度依然跟全球经济波动高度相关。因此外汇占款上升一般对应国内经济景气度较高，同时外汇占款上升也带来的基础货币供应增加。为了避免国内流动性泛滥和出现经济过热，央行会适当提高存款准备金率来降低货币乘数从而达到限制银行信用创造能力的目的。反之，当外汇占款下降导致基础货币增速下降，央行需要通过下调存款准备金率来提高商业银行的货币创造能力

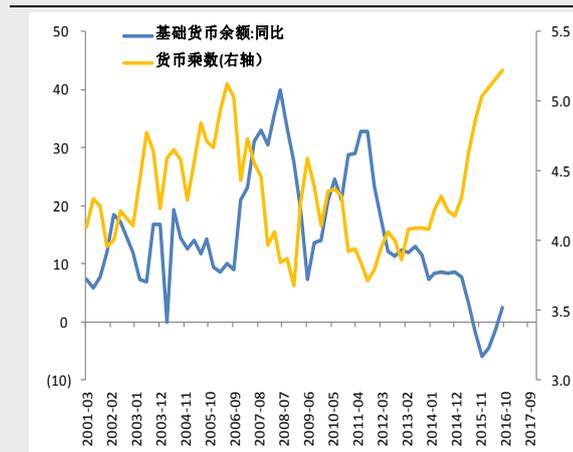
章俊
首席经济学家

联系方式:

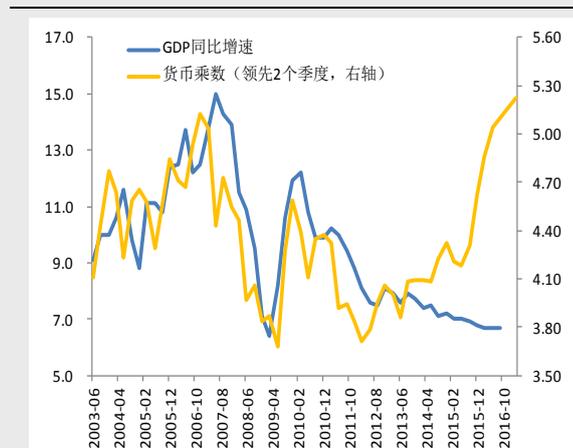
电话: (021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1: 货币乘数或将回落



图表 2: 货币乘数逆周期上行



资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫证券

来提升经济景气度。从 2011 年之后，全球经济疲软导致中国外汇占款增速下降，同时国内经济的景气度在 4 万亿刺激计划效应减退之后重新进入下行周期，因此央行通过下调存款准备金率来对冲外汇占款的下降所导致的基础货币萎缩（去年基础货币增速反弹很大程度上是流通中的现金增加而非外汇占款的回升）以维持相对宽松的货币环境（13%左右的 M2 增速）来为实体经济托底。货币乘数和 GDP 增速在历史上存在很大的正相关性，并大致领先 2 个季度左右。但 2011 年以来的货币乘数的反弹却并没有带来经济增速的反弹，反而我们看到的是经济增速持续下行。特别是 15 年和 16 年货币乘数出现飚升，在 2016 年 3 季度甚至超过了 2006 年 4 季度的高点。而当时的存款准备金率的水平只有 9%左右，而目前存款准备金率的水平依然维持在 15%左右的高位。因此近两年货币乘数的飙升很难用存款准备金率的下调来解释。

- 15 年和 16 年货币乘数的飙升刚好对应股市、债市和房市出现连续的暴涨行情，商业银行在央行没有大幅下调存款准备金率的情况下，通过表外业务大幅提升杠杆率来实现信用创造能力的提升。而在此过程中，大量流动性并没有流入实体经济，而是在大类资产中投机性地来回滚动，全社会流动性“脱实向虚”的情况十分严重。去年以来中央倡导的供给侧改革深入推进，在房地产调控推动房市“去杠杆”之后，又加强了商业银行的表外理财业务监管，这在一定程度上导致了我们现在看到的债市“去杠杆”。去年 12 月份的中央经济工作会议上，中央把防范资产价格泡沫提升到了一个新的高度，提出“要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险”。伴随着央行加强宏观审慎监管以及金融大类资产的去杠杆，同时美联储加息步伐加快导致外汇占款下行压力加大以及央行大幅下调存款准备金率空间受到挤压的背景下，我们可以预见今年 M2 增速可能会在“基础货币增速相对平稳，但货币乘数下降”的推动下继续下行，整体增速会降至 10%左右，部分月份可能会低于 10%，这也符合中央经济工作会议上关于货币政策稳健“中性”的提法。如果说货币主义的“通胀是一种货币现象”这种判断在一定条件下成立的话，今年 M2 增速的放缓或将在一定程度上从货币条件层面抑制通胀水平的上升。因此落实稳健偏中性的货币政策无需央行采取类似加息等额外货币紧缩措施。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 75 楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。