

2017年11月30日

分析員 劉雅瑩

## 雙支柱調控框架及宏觀政策前景

十九大報告明確提出，“要健全貨幣政策和宏觀審慎政策雙支柱調控框架，深化利率和匯率市場化改革”。“雙支柱調控框架”是較十八大報告全新增加的內容，體現了內地深化金融體制改革的重要目標。而人行第三季貨幣政策報告再次強調，“雙支柱調控框架有助於在保持幣值穩定的同時促進金融穩定，防範系統性金融風險，切實維護宏觀經濟穩定和國家金融安全”。可見，人行貨幣政策框架的關注重心已經從過去的經濟穩定為重轉向經濟穩定和金融安全並重。

### 一、全球央行的貨幣政策開始關注資產價格

近期，國際市場上也出現了關於貨幣政策是否應盯住資產價格的討論。今年9月份，紐約聯儲主席杜德利曾表示，“即便通脹低於美聯儲目標，繼續逐步退出寬鬆貨幣政策也是合理的”。而加拿大央行更是在通脹率未達到2%的目標水平的時候，通過升息來給過熱的樓市降溫。加拿大央行副行長指出，“加拿大對改變央行使命持開放態度，既可以調低2%的通脹目標，也可以直接廢除這一目標，以金融環境和資產價格為政策使命”。

在全球各國央行對資產泡沫和金融穩定關注度提升的背景下，人行提出的雙支柱調控框架不僅符合國際政策走向，而且對維護宏觀經濟穩定和國家金融安全有著重要的意義。

### 二、貨幣政策和宏觀審慎政策雙支柱調控框架的含義

在十九大報告明確提出健全貨幣政策和宏觀審慎政策雙支柱調控框架後，近日人行三季度貨幣政策報告中對由貨幣政策與宏觀審慎政策構成的“雙支柱”調控框架做了詳細的闡述。“雙支柱”調控框架是對以貨幣政策為核心的傳統央行政策框架的完善。一直以來，貨幣政策主要關注的是宏觀經濟和通脹水平的穩定，人行一般通過貨幣政策的逆週期調節來平抑經濟週期波動和維護物價穩定。但國際金融危

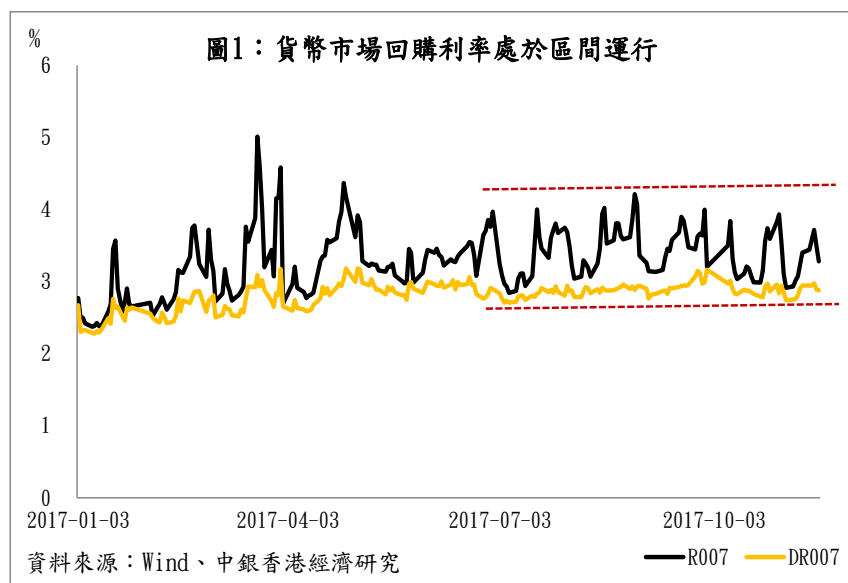
機以來，低利率環境滋生了資產泡沫並積聚了金融風險。在此背景下，僅依靠錨定物價和經濟週期為主的貨幣政策來實施宏觀調控，難以有效應對金融週期中的信貸擴張和資產泡沫，且容易令監管者陷入兩難的困境。例如，若人行一味通過加息等手段收緊貨幣政策來抑制影子銀行和非標體系，會不可避免的抬高市場的融資成本，進而誤傷實體經濟。若為維持經濟穩定運行保持寬鬆的貨幣環境，則會縱容資產泡沫。因而，人行在原有的貨幣政策框架中引入宏觀審慎政策，來應對日益重要的金融週期問題，以彌補原有調控框架存在的弱點和不足。

可見，人行提出的“雙支柱”調控框架強調的是貨幣政策與宏觀審慎政策的相互配合。其中貨幣政策主要針對整體經濟和總量問題，側重于物價水平的穩定，以及經濟和就業增長；而宏觀審慎政策則直接和集中作用于金融體系本身，側重於維護金融穩定和防範系統性金融風險。

### 三、貨幣政策維持穩定中性 支援實體經濟發展

今年下半年以來，人行公開市場操作中標利率保持穩定，貨幣市場

利率走勢也較平穩，DR007 基本在 2.75%-3% 的區間內運行。人行第三季貨幣政策報告指出，“將著力實施好穩健中性的貨幣政策，為穩增長、調結構、促改革、惠民生、去杠桿、抑泡沫、防風險營造了適宜的貨幣金融環境”。可見，穩定中性的貨幣政策和適度的流動性仍是目前貨幣政策的主基



調，目前看來，貨幣政策並沒邊際收緊趨勢。

#### 1、人行開展張弛有度的公開市場操作，同時加強市場預期管理

下半年以來，人行通過加強與市場溝通及“削峰填谷”的公開市場操作來維持中性適度的流動性。在加強市場預期管理方面，人行在每日常態化開展逆回購操作的基礎上，通過《公開市場業務交易公告》及時向市場闡述銀行體系流動性影響因素和央行操作意圖，提高貨幣

政策透明度。另一方面，人行綜合運用逆回購、中期借貸便利（MLF）、常備借貸便利（SLF）等貨幣政策工具，同時不斷創新操作形式，增強流動性管理的靈活性和有效性。第三季度，人行累計開展MLF操作10575億元，9月末餘額為43540億元，比年初增加8967億元，有效彌補了銀行體系中長期流動性缺口，成為央行基礎貨幣供給的重要渠道。此外，人行於10月下旬首次啟用2個月期限的逆回購操作，以降低短期限逆回購品種滾續操作的壓力，實現更長時段的“削峰填谷”。事實上，2個月期限逆回購工具的創設亦有助完善人行短、中、長期利率期限品種，利於疏通利率傳導途徑，推動利率市場化進程。

公開市場操作量（億元）	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
1個月內逆回購	22700	13300	7600	8800	14400	14200	19800	26300	13900	19300
63天逆回購	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2000
6個月MLF	2615	1500	2020	1280	665	0	0	0	0	0
1年期MLF	2895	2435	2950	3675	3925	4980	3600	3995	2980	4980

資料來源：Wind，中銀香港經濟研究

## 2、人行宣佈對普惠金融實施定向降準，以支持實體經濟發展

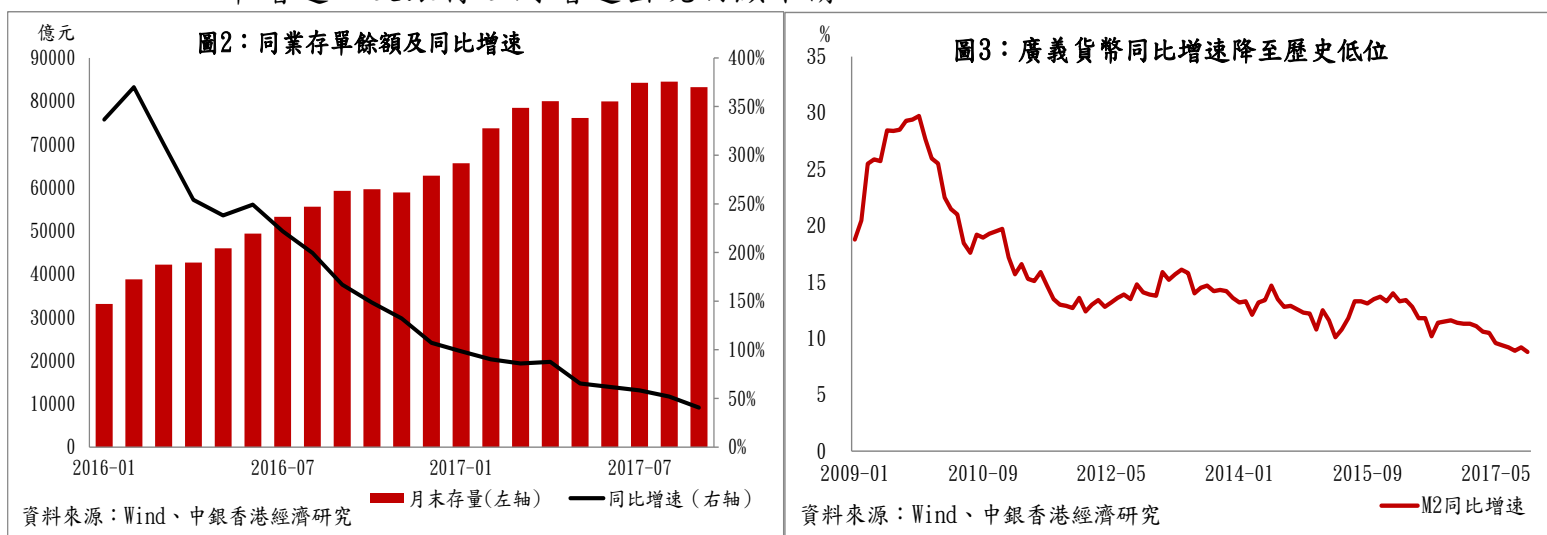
今年9月人民銀行宣佈對普惠金融領域貸款達到一定標準的金融機構實施定向降準。此次定向降準將原有的政策目標範圍從小微企業和“三農”領域拓展到脫貧攻堅和“雙創”等其他普惠金融領域貸款，有助於促進金融資源向普惠金融領域傾斜，以及進一步優化信貸結構。可見，人行通過結構性貨幣政策來調整資金投放的行業結構，以加大對實體經濟的支持力度。

在目前人行維持流動性基本穩定的背景下，金融機構貸款利率走勢保持平穩。9月，非金融企業及其他部門貸款加權平均利率為5.76%，比6月上升0.09個百分點。其中，一般貸款加權平均利率為5.86%，比6月上升0.15個百分點；票據融資利率當月加權平均利率為4.98%，比6月下降0.41個百分點。

## 四、宏觀審慎政策調控金融市場 有效防範金融風險

### 1、宏觀審慎評估體系（MPA）是宏觀審慎政策框架的重要組成部分

人行的宏觀審慎政策框架始於 2011 年正式引入的差別準備金動態調整機制，其核心是金融機構的信貸擴張應與經濟增長的合理需要及自身的資本水平等相匹配。2016 年起人行將差別準備金動態調整機制“升級”為宏觀審慎評估體系（MPA），將更多金融活動和資產擴張行為納入宏觀審慎管理，從資本和杠杆情況、資產負債情況、流動性、定價行為、資產質量、外債風險、信貸政策執行等七大方面對金融機構的行為進行引導，實施逆週期調節。此後，人行又分別於 2017 年將表外理財納入 MPA 廣義信貸指標範圍，以及於 2018 年把同業存單納入 MPA 同業負債占比指標考核。今年 8 月份，人行還收緊了同業存單的監管，禁止金融機構發行超過 1 年期的同業存單。這些改變直接反映了人行打破剛性兌付和堅持金融去杠杆的監管意圖。在實行 MPA 制度將近 2 年的時間內，銀行體系的廣義貨幣增速、同業存單增速以及銀行理財增速出現明顯下滑。



## 2、相關監管政策的出臺繼續豐富“雙支柱”框架內涵

目前“雙支柱”框架已初步成型並還在不斷完善中，最新出臺的《關於規範金融機構資產管理業務的指導意見》也是表現之一。11月17日公佈的資產管理業務指導意見中提到，“要堅持宏觀審慎管理與微觀審慎監管相結合、機構監管與功能監管相結合的監管理念，實現對各類機構開展資產管理業務的全面、統一覆蓋，採取有效監管措施，加強金融消費者保護”。這意味著資管行業的監管也是宏觀審慎政策中的重要一環。此次的資產管理業務指導意見主要內容包括：（1）資管產品應當實行淨值化管理，以打破剛性兌付。（2）金融機構要規範資金池業務，降低期限錯配以防範流動性風險。（3）強化金融機構資本和風險準備金計提要求。（4）從嚴規範資產管理行業的產品嵌套和通道業務。（5）明確限制資管產品的杠杆率。此次的意見稿較 2 月份市場流傳的版本做出了一些調整，但整體上仍符合市場預



期。由於意見稿只是框架性的文件，市場目前更為關注的是有待細化的相關監管內容，如商業銀行的理財新規等。同時市場亦關注未來銀行資管子分公司甚至是資管業務是否會納入人行的MPA考核體系中。

儘管資管指導意見並沒有調整目前人行MPA體系的評估內容，但人行對金融機構資管產品進行的監管在某種意義上可以視為表外理財納入MPA的一個延伸。因為監管當局能通過掌控各類資管產品的具體資金運用和流向，來規範包括銀行理財在內的資管行業運作，從而達到防範金融風險目的。

### 3、宏觀審慎政策短期影響金融市場利率 長期有利貨幣政策順暢傳導

事實上，近年人行的宏觀審慎調控政策和各監管部門的監管細則成為影響市場利率重要的因素。

年內監管政策的出臺和MPA考核的約束對銀行的負債端形成了壓力，銀行的表外業務開始重回表內，擠佔了銀行配置債市的資金。在此情況下，下半年以來債券市場的投資者結構開始從過去以銀行為主的配置戶轉向以基金為主的交易戶（基金在國債市場占比從年初的3.2%翻倍至目前的6.5%），因而債券等資產價格的表現更容易受到市場預期變化和情緒波動的影響。在今年7月的金融工作會議明確要在國務院層面成立金融穩定發展委員會後，人行行長周小川曾表示金融穩定發展委員會未來的監管方向主要在於影子銀行、資管行業、互聯網金融和金融控股公司四大領域。而自十九大提出雙支柱調控框架以及11月8日國務院金融穩定發展委員會召開第一次全體會議以來，市場相信級別高於“一行三會”的金融穩定發展委員會將開始統籌協調貨幣政策與金融監管相關事項，各監管部門的監管細則亦將相繼落地。

因而，在人行未調升政策利率和貨幣政策沒有邊際趨緊的情況下，債市投資者結構的轉變和市場預期的變化導致10年期國債收益率一路走高，數次觸及2014年底以來的高位4%。



雖然宏觀審慎調控政策和監管細則的落地會使銀行理財及由其衍生的委外、資管業務面臨較大調整壓力，**短期內**會對資本市場和金融資產價格造成擾動。但從**長遠**看來，宏觀審慎調控政策會重新塑造更加健康規範的金融生態。在表外業務受抑和資管行業規範運作的情況下，表外業務會繼續重回表內，未來金融市場走向將更加取決於貨幣政策取向和經濟基本面狀況，進而有助疏通貨幣政策的傳導。可見，貨幣政策和宏觀審慎政策雙支柱調控體系的健全，最終將有利增強人行的利率調控和傳導能力，繼而深化內地的利率市場化改革。