

推荐 (维持)

市场利率由谁决定及走向何方？

2021 年 05 月 09 日

市场利率分析框架

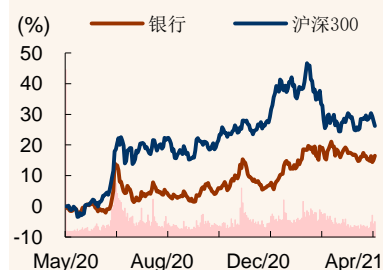
上证指数 3419

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	38	0.9
总市值 (亿元)	79285	10.1
流通市值 (亿元)	72530	11.4

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.8	10.1	16.9
相对表现	1.3	7.8	-10.4



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1.《5 月银行策略——一季度业绩分化，主推中长期逻辑标的》2021-05-05
- 2.《评招行、平安及宁波银行一季报——银行股三龙头一季报怎么看？》2021-04-26
- 3.《主动偏股基金的银行持仓分析——四大行持仓占比提升明显》2021-04-23

廖志明

liaozhiming@cmschina.com.cn
S1090521010002

本篇报告阐述了信用货币制度下货币创造原理以及市场利率分析框架。货币市场利率是银行等对基础货币的定价，取决于供求关系。央行通过控制基础货币的供给影响市场利率，将其引导至合意水平，使得市场利率围绕政策利率运行。经济明显复苏，预计通胀将是下半年货币政策核心约束，政策利率存上调可能。

- 在信用货币制度下，银行体系是货币创造的主体，银行体系通过资产扩张（向银行体系以外的实体经济）行为创造货币，但其资产扩张行为受到基础货币约束（提现、支付清算、法定准备金）以及资本杠杆等监管约束。先有资产投放，后有负债，即负债为资产投放之结果，存款为银行资产扩张派生而来。
- DR007 及同业存单利率等构成的货币市场利率是银行等金融机构对基础货币的定价，取决于基础货币的供求关系。由于央行完全掌控了基础货币的供给，央行能够引导市场利率至其合意水平。以 OMO 及 MLF 构成的政策利率体系传达了央行利率调控信号，市场利率应围绕政策利率运行。不过，政策利率调整信号意义较强，其调整相对滞后。市场利率变化往往领先于政策利率的调整。全球来看，主要国家合意利率水平主要取决于经济产出缺口和通胀。
- 21 年 2 月-5 月上旬，市场利率偏低，客观因素为主。探究其原因，主要是客观因素造成的。由于公开市场操作到期量少，央行缺乏回收流动性手段，2-5 月上旬期间央行并未净投放货币。但由于政府债券发行节奏慢，国库存款大幅下降，释放了大量的基础货币，导致超准率偏高，市场利率走低。
- 随着全球原材料价格大幅上涨，PPI 明显走高，原材料价格上涨对下游价格逐步传导。我们认为，通胀将是 2021 年制约货币政策最核心的因素。一方面，经济明显复苏，GDP 增速高于潜在增速，另外一方面，通胀压力明显上升。为前瞻性地防止通胀情况进一步恶化，下半年小幅推升市场利率可能性上升。
- 经济明显复苏，驱动银行估值修复。我们认为，经济明显复苏之下，信用成本将下降，息差有望企稳或改善，板块净利润增速有望达 10% 左右，为 2015 年以来最高水平。当前位置，我们强烈推荐估值较低且具备长逻辑的兴业银行及平安银行，关注基本面好的成都、长沙、南京、杭州、常熟等。

风险提示：疫情失控，经济重新下行导致资产质量恶化；金融让利导致息差明显收窄等。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

正文目录

1. 信用货币制度下的货币创造与银行运行	5
1.1 从“央行-银行体系-实体经济”资产负债表看货币创造.....	5
1.2 银行体系货币创造行为受基础货币及监管约束	9
1.3 关于货币创造的几个常见误解.....	14
2. 货币市场利率由谁决定？-合意利率水平决定机制.....	16
2.1 货币市场利率本质是对基础货币的定价	16
2.2 合意利率决定机制-经济产出缺口与通货膨胀.....	19
2.3 我国利率走廊框架与影响	21
3. 市场利率与政策利率之关系辨析	22
3.1 复盘 2013 年“钱荒”	22
3.2 市场利率围绕政策利率运行，但往往领先于政策利率调整.....	24
3.3 结构性存款压降对货币市场利率影响大么？	25
4. 展望：通胀为 2021 年货币政策核心约束，政策利率存上调可能.....	27
4.1 2021 年 2-5 月上旬市场利率偏低原因辨析.....	27
4.2 通胀或超预期，政策利率存上调可能.....	29
5. 投资建议：经济较强复苏，银行股估值有望修复.....	31
6. 风险提示	32

图表目录

图 1：“央行-银行体系-非银行体系”三层资产负债表	5
图 2 客户 A（账户在银行 A）向客户 B（账户在银行 B）汇款 100 元	8
图 3：我国法定存款准备金率变化（%）	10
图 4：商业银行资产负债配置框架	11
图 5：近年来，商业银行资本充足率有所上升（%）	12
图 6：截至 2020 年 12 月末，商业银行杠杆率 6.92%（%）	12
图 7：社融与 M2 之关系	15
图 8：中国央行主要资产科目变化（亿元）	18
图 9：央行控制基础货币规模	18
图 10：流动性（基础货币）的供求关系决定市场均衡利率	19
图 11：联邦基金利率与泰勒规则利率之走势.....	20

图 12: 当前, 我国利率走廊情况.....	21
图 13: 13 年年中, 市场利率曾大幅上升 (%)	22
图 14: 13 年 1-5 月份, M2 及社融增速明显走高 (%)	23
图 15: 13 年 5 月底超额存款准备金率环比下降明显	24
图 16: 市场利率与政策利率之关系 (%)	25
图 17: 20 年初以来, 同业存单余额增长较慢 (亿元)	26
图 18: 结构性存款余额与货币市场利率走势 (%)	26
图 19: 16 年 4 月以来, 超准率 (测算) 与 市场利率变化.....	27
图 20: 2021 年 2-5 月上旬, 市场利率走低 (%)	28
图 21: 2021 年 2-5 月上旬公开市场操作净投放较少 (亿元)	28
图 22: 2021 年前 4 月政府债券净融资明显偏少 (亿元)	28
图 23: 2021 年 3 月末, 金融机构超准率上升明显	29
图 24: 2020 年下半年以来, 全球主要经济体 M2 增速大幅上升 (%)	30
图 25: 2020 年下半年以来, 主要原材料价格大幅上涨.....	30
图 26: 20Q3 以来国内 GDP 增速大幅上升 (%)	31
图 27: 20 年下半年以来, 出口改善, PPI 走高 (%)	31
表 1: 央行向银行体系投放 100 亿 MLF 在其资产负债表上的体现	6
表 2: 央行外汇占款增加 100 亿元在其资产负债表上的体现	6
表 3: 银行 A 向客户 A 放贷 100 亿元的 A 银行资产负债表变化.....	6
表 4: 银行 A 投资企业 A 发行的债券 100 亿, A 银行资产负债表变化.....	7
表 5: 银行 A 投资企业 A 发行的债券 100 亿, A 银行资产负债表变化.....	7
表 6: 银行 A 投资企业 A 债券 100 亿且资金账户在 B 银行, B 银行资产负债表变化 .	7
表 7: 银行 A 购买银行 B 发行同业存单 100 亿元, 各自资产负债表变化.....	8
表 8: 当前我国“三档两优”存款准备金率框架	10
表 9: 商业银行资本监管要求	11
表 10: MPA 考核体系	13
表 11: 国内商业银行流动性监管指标.....	13
表 12: 银行 A 对企业 A 放贷 100 亿元	14
表 13: 主要国家 M2 与资管规模对比 (万亿元美元)	16
表 14: 中国货币当局资产负债表 (截至 2021 年 3 月末)	17

表 15: 信托贷款和委托贷款当年累计变化 (亿元)	23
表 16: 货币当局资产负债表主要科目变化 (亿元)	28

1. 信用货币制度下的货币创造与银行运行

在信用货币制度下，银行体系是货币创造的主体，银行体系通过资产扩张（向银行体系以外的实体经济）行为创造货币，但其资产扩张行为受到基础货币约束（提现、支付清算、法定准备金）以及资本杠杆等监管约束。先有银行体系的资产投放，后有存款派生；即先有资产投放，后有负债，负债为资产投放之结果。

多数人基于实物货币制度（如黄金白银等贵金属）的直观感受，对于信用货币制度之下的货币创造与银行运行存在诸多误解。比如，银行企业债券投资不创造存款，银行用存款来投放贷款，先有存款后有贷款等，为市场人士的常见误解。

1.1 从“央行-银行体系-实体经济”资产负债表看货币创造

实物货币制度与信用货币制度有着根本性的不同。

实物货币制度下，银行体系不创造货币（如黄金），需要先有客户存入黄金等实物货币，银行才能进行放贷行为。银行是将客户存入的实物货币进行放贷，这个过程中银行体系不创造新的货币。

信用货币制度下，银行体系是货币创造的主体，银行体系通过资产扩张（向银行体系以外的实体经济提供融资的行为）行为创造货币，但其资产扩张行为受到基础货币约束（提现、支付清算、法定准备金）以及资本杠杆等监管约束。先有银行体系的资产投放，后有存款派生。

理解货币创造，我们需要深刻理解“央行-银行体系-非银行体系”三层资产负债表。货币创造是银行体系复式记账法下的自身平衡行为。会计恒等式：资产=负债+所有者权益。银行在央行开设有存款准备金账户，企业及个人等非银行体系在银行体系设有存款账户，央行-银行体系-非银行体系的资产负债表就这么联系起来了。

图 1：“央行-银行体系-非银行体系”三层资产负债表



资料来源：孙国峰《信用货币制度下的货币创造与银行运行》，招商证券

1) 央行资产扩张行为投放基础货币

央行通过逆回购、MLF、PSL、再贷款、再贴现等方式向银行体系投放基础货币，这个过程央行资产端对其他存款性公司债权项目增加操作规模，对应的在负债端其他存款性公司存款项目增加相应金额。

比如，央行向银行体系投放 100 亿元 MLF，其资产负债表的变化为：资产端对其他存款性公司债权+100 亿元，负债端其他存款性公司存款（存款准备金）+100 亿元。在银行资产负债表上为，资产端：存放央行（存款准备金）+100 亿元，负债端：对中央银行负债+100 亿元。

表 1：央行向银行体系投放 100 亿 MLF 在其资产负债表上的体现

资产	负债及所有者权益
对其他存款性公司债权+100 亿元	存款准备金+100 亿元
国外资产	政府存款
其他	其他

资料来源：招商证券

外汇占款本质上是央行干预外汇市场而投放的本币成本。比如，外汇占款方式投放基础货币 100 亿元，央行资产负债表体现为：资产端国外资产（外汇）+100 亿元，负债端其他存款性公司存款（存款准备金）+100 亿元。在银行资产负债表上为，资产端：存放央行（存款准备金）+100 亿元，负债端：客户存款+100 亿元。

表 2：央行外汇占款增加 100 亿元在其资产负债表上的体现

资产	负债及所有者权益
对其他存款性公司债权	存款准备金+100 亿元
国外资产（外汇）+100 亿元	政府存款
其他	其他

资料来源：招商证券

2) 银行体系资产扩张（向银行体系外）行为创造货币

信用货币制度下，货币创造是复式记账法下银行自身平衡行为，银行并不需要存款才能放贷款，而是资产扩张（包含贷款投放）行为创造存款。

比如，银行 A 向客户 A 发放贷款 100 亿元，在银行 A 资产负债表上体现为，资产端：贷款+100 亿元，负债端：客户存款+100 亿元。银行放贷行为本身并未减少银行存款而是增加了存款。在企业 A 资产负债表上体现为，资产端：银行存款+100 亿元，负债端：贷款+100 亿元。

表 3：银行 A 向客户 A 放贷 100 亿元的 A 银行资产负债表变化

资产	负债及所有者权益
存放央行（存款准备金）	客户存款+100 亿元
贷款+100 亿元	同业存单
金融投资	其他

资料来源：招商证券

银行债券投资行为同样派生负债

a. 银行 A 投资了 100 亿元企业 A 发行的债券，资金监管账户开在银行 A

在银行 A 资产负债表上体现为，资产端：金融投资（债券投资）+100 亿元，负债端：

客户存款+100 亿元。在企业 A 资产负债表上体现为，资产端：银行存款+100 亿元，负债端：应付债券+100 亿元。

表 4：银行 A 投资企业 A 发行的债券 100 亿，A 银行资产负债表变化

资产	负债及所有者权益
存放央行（存款准备金）	客户存款+100 亿元
贷款	同业存单
金融投资+100 亿元	其他

资料来源：招商证券

b. 银行 A 投资了 100 亿元企业 A 发行的债券，企业债券资金监管账户开在银行 B

在银行 A 资产负债表上体现为，资产端：金融投资（债券投资）+100 亿元，存放央行（存款准备金）-100 亿元。由于债券监管账户开设在 B 银行，企业 A 发行债券募集的 100 亿元资金进入开设在银行 B 的账户，因而银行 A 负债端不变，而资产端科目间的转化。

在企业 A 资产负债表上体现为，资产端：银行存款（B 银行）+100 亿元，负债端：应付债券+100 亿元。

表 5：银行 A 投资企业 A 发行的债券 100 亿，A 银行资产负债表变化

资产	负债及所有者权益
存放央行（存款准备金）-100 亿元	客户存款
贷款	同业存单
金融投资+100 亿元	其他

资料来源：招商证券

对于银行 B 而言，其负债端：客户存款+100 亿元，对应资产端：存放央行（存款准备金）+100 亿元。

表 6：银行 A 投资企业 A 债券 100 亿且资金账户在 B 银行，B 银行资产负债表变化

资产	负债及所有者权益
存放央行（存款准备金）+100 亿元	客户存款+100 亿元
贷款	同业存单
金融投资	其他

资料来源：招商证券

虽然“银行 A 投资了 100 亿元企业 A 发行的债券，企业债券资金监管账户开在银行 B”并未增加银行 A 的存款，但对于整个银行体系而言，存款准备金不变，银行体系存款增加 100 亿元。

3) 同层级流动不影响上一层总量，但可能影响下一层次。银银同业资产扩张不增加一般存款。

a. 客户 A（账户在银行 A）向客户 B（账户在银行 B）汇款 100 元支付货款

在非银行体系资产负债表层级，客户 A 的资产负债表体现为，资产端：银行存款-100 元，负债端：应付账款-100 元；客户 B 的资产负债表体现为，资产端：银行存款+100 元，应收账款-100 元，负债端不变。

在银行体系资产负债表变化为，客户 A 在银行 A 的存款-100 元，由于转账清算，其资产端：存款准备金-100 元。客户 B 在银行 B 的存款+100 元，其存款准备金+100 元。

在央行层级，银行 A 的央行账户存款-100 元，银行 B 在央行账户存款+100 元，央行负债端存款准备金总额不变。

企业体系存款转移，并不影响银行体系存款总量，更不影响央行层次存款准备金总量。

图 2 客户 A（账户在银行 A）向客户 B（账户在银行 B）汇款 100 元



资料来源：招商证券

b. 银行 A 配置银行 B 发行的同业存单 100 亿元

银行 A 配置银行 B 发行的同业存单 100 亿元后，对应在央行账户体系内，银行 A 给银行 B 支付 100 亿元，即银行 A 存款准备金减少 100 亿元，银行 B 存款准备金增加 100 亿元。此外，银行 A 持有 100 亿银行 B 发行的同业存单，其资产端金融投资+100 亿。对于银行 B，发行 100 亿元同业存单，负债端增加 100 亿元。

银行 A 配置银行 B 发行的同业存单 100 亿元，并不改变银行 A 资产负债总规模，也没有增加银行体系一般存款规模，亦未改变央行层级存款准备金总量。不过，在此过程中，银行 B 资产负债表规模扩大。

表 7：银行 A 购买银行 B 发行同业存单 100 亿元，各自资产负债表变化

银行 A 资产负债表		银行 B 资产负债表	
资产	负债及所有者权益	资产	负债及所有者权益
存放央行-100 亿	客户存款	存放央行+100 亿	客户存款
贷款	同业存单	贷款	同业存单+100 亿
金融投资+100 亿	其他	金融投资	其他

资料来源：招商证券

c. 银行 A 压降结构性存款，不直接改变银行体系负债总量

银行 A 压降结构性存款，对于其客户 A 来说，可以继续存活期存款或定期存款，那么不影响银行 A 存款总量，自然不影响银行体系负债总量；可以购买货币基金，那么将会减少银行 A 一般存款，货币基金获得增量资金后，会将这些资金配置银行存款或同业存

单，再次过程转化为银行体系的非银同业存款或同业存单，不改变银行体系负债总量；还可以将钱从银行 A 转到银行 B，这个过程减少了银行 A 的客户存款，增加银行 B 的客户存款。

“央行-银行体系-实体经济体系”三层资产负债中，同一层级内的流动不影响上一层级的总量。不管银行的客户存款如何相互变动，都不影响央行层次的存款准备金总量，也不直接影响银行体系负债总量，但可能改变负债形式。

1.2 银行体系货币创造行为受基础货币及监管约束

信用货币制度下，银行体系向非银体系的资产扩张行为创造货币，但这种货币创造行为依赖于政府信用，且创造的货币要能够兑换成央行发行的现金。央行发行的现金是法偿货币，央行及监管为了约束银行体系货币创造行为，一般存在两类约束：

1) 基础货币约束，来自央行

- a. **提现约束。**银行对客户放贷后，客户在银行的存款增加，客户可能会要求将存款提现，倘若该银行存款准备金不够，那么，就缺乏能力从央行获得现金，客户提现会失败。因而，银行必须持有央行负债，以确保能够应付客户的提现需求。
- b. **清算约束。**银行对客户放贷后，客户在银行的存款增加，客户可能支付货款或转账到另外一家银行。转账清算在各家银行开设在银行账户体系进行，倘若银行存款准备金不足，那么，放贷后客户转账会面临清算失败，转账不成功。清算失败是严重事故，银行需有足够的基础货币来确保清算顺利进行。
- c. **法定存款准备金约束。**存款准备金是指金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的资金，金融机构按规定必须向中央银行缴纳的存款准备金占其存款总额的比例就是法定存款准备金率。银行放贷派生存款，抬升缴准基数，增加缴准规模，倘若存款准备金不够，可能面临存款准备金率不达标。

存款准备金是央行调控货币总量的工具，也是防范流动性风险的重要手段。其表现主要有二：一是维持存款性金融机构的流动性，应对支付结算需求；二是控制银行的资产扩张，调控 M2 总量。

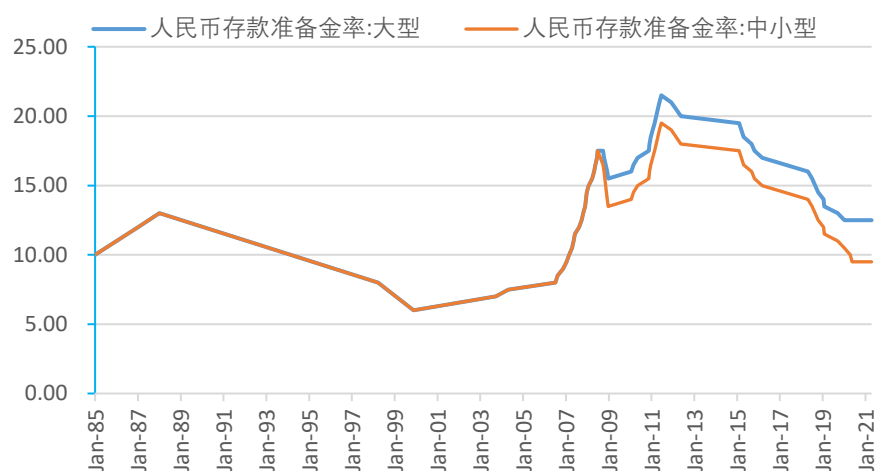
法律赋予央行存款准备金管理职能。我国商业银行法规定，商业银行未按照人行规定的比例交存款准备金的，人行责令其改正，并处罚款；情节特别严重或者逾期不改正的，人行可建议国务院银行业监督管理机构责令停业整顿或者吊销其经营许可证；构成犯罪的，依法追究刑事责任。可以说，违反存款准备金管理制度的后果是非常严重的，商业银行须对存款准备金的缴存予以高度重视。

目前存款准备金率的考核方式采用双平均法。

在 2015 年 9 月之前，存款准备金制度的考核方式为时点法。金融机构存款准备金需每日达到法定要求。自 2015 年 9 月 15 日起改革存款准备金考核制度，由时点法改为平均法考核。即维持期内，金融机构按法人存入的存款准备金日终余额算术平均值与准备金考核基数之比，不得低于法定存款准备金率。同时，为促进金融机构稳健经营，存款准备金考核设每日下限。即维持期内每日营业终了时，金融机构按法人存入的存款准备金日终余额与准备金考核基数之比，可以低于法定存款准备金率，但幅度应在 1 个百分点以内。

2016年6月，人民银行进一步完善了平均法考核存款准备金，决定自2016年7月15日起，人民币存款准备金的考核基数由考核期末一般存款时点数调整为考核期内一般存款日终余额的算术平均值。由此，实现了准备金计算和考核上的“双平均”。

图 3：我国法定存款准备金率变化（%）



资料来源：WIND，招商证券

“三档两优”为我国存款准备金制度新框架。2019年5月，央行将县域农商行存款准备金率与农村信用社并档，确立了“三档两优”存款准备金制度。“三档”为存款准备金率分为三个基准档。第一档为大型银行，包括工、农、中、建、交和邮储银行6家大行，由于大行对金融系统的重要性，存款准备金率要求最高，当前基准为12.5%；第二档是中型银行，包括股份行、城商行、非县域农商行和外资行，当前基准为10.5%；第三档是小型银行，包括县域农商行、农村信用社等，当前基准为7%。

“两优”即两项优惠，为普惠金融定向降准考核和存款比例考核。大型银行和中型银行满足普惠金融定向降准考核要求的，可享受0.5或1.5个百分点准备金率优惠。小型银行达到新增存款一定比例用于当地贷款要求的可享受1个百分点准备金率优惠。

“三档两优”存款准备金制度再优化，额外对股份行降准。2020年3月13日，央行宣布19年度普惠金融定向考核中对得到0.5个百分点准备金率优惠的股份行再额外定向降准1个百分点，“三档两优”存款准备金制度进一步优化。因此，股份行都将享受1.5个百分点的准备金率优惠。由于六大行投放普惠小微贷款力度较大，均能满足1.5个百分点优惠要求。

表 8：当前我国“三档两优”存款准备金率框架

机构类	银行范围	现行普惠金融定向降准政策	当前存准率要求
大型银行	工农中建交及邮储	基准	12.50%
		符合宏观审慎经营要求且普惠金融贷款增量或余额占比达到1.5%	12.00%
		符合宏观审慎经营要求且普惠金融贷款增量或余额占比达到10%	11.00%
中型银行	股份制商业银行	基准	10.50%
		符合宏观审慎经营要求且普惠金融贷款增量或余额占比达到1.5%	9.00%
		符合宏观审慎经营要求且普惠金融贷款增量或余额占比达到10%	9.00%
	城市商业银行*、非县域农村商业银行、外资银行	基准	9.50%
		符合宏观审慎经营要求且普惠金融贷款增量或余额占比达到1.5%	9.00%
		符合宏观审慎经营要求且普惠金融贷款增量或余额占比达到10%	8.00%
小型银行	县域农村商业银行、农村合作银行、农村信用社、村镇	基准	7.00%
		符合新增存款一定比例用于当地贷款政策	6%

资料来源：人行《货币政策执行报告》，央行官网，招商证券

敬请阅读末页的重要说明

注：宏观审慎经营要求为：上年三个季度（含）以上宏观审慎评估（MPA）评级均在B级（含）以上。

*仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点。

2) 资本、杠杆率、流动性监管指标等监管约束以及信贷额度约束

除了基础货币的三个约束外，银行体系资产扩张行为还受到资本、杠杆率、流动性监管指标等监管约束以及信贷额度、MPA考核约束等。

图 4：商业银行资产负债配置框架

商业银行资产负债配置框架

目标：Maximize 1、净利润 2、经济增加值

约束：(Subject to) 1、狭义信贷管控 2、MPA考核 3、资本和杠杆监管 4、流动性监管等

负债	资产
1. 存款 1.1 个人存款 1.1.1 个人活期存款 1.1.2 个人定期存款（含大额存单） 1.1.3 个人结构性存款（主动存款） 1.2 企业存款 1.2.1 企业活期存款 1.2.2 企业定期存款（含大额存单） 1.2.3 企业结构性存款（主动存款） 2. 同业负债 2.1 同业存款 2.2 同业拆借 2.3 同业存单 2.4 卖出回购 2.5 金融债 2.6 向央行借款（逆回购、MLF、再贷款等） 2.7 同业理财（受监管影响大）	1. 信贷业务（核心业务） 1.1 企业贷款（含票据贴现等） 1.2 个人贷款 2. 债券投资（以持有至到期为主，久期较长） 2.1 政府债券投资 2.2 政策性金融债投资 2.3 同业存单及金融债投资 2.4 信用债投资 3. 同业资产与同业投资（受监管政策影响大） 3.1 同业资产（存放同业、拆放同业、买入返售） 3.2 同业理财投资 3.3 公募基金投资 3.4 非标投资 3.5 其他投资 4. 存放央行与流动性管理资产 4.1 现金与存放央行 4.2 利率债 4.3 货币基金 4.4 超储

资料来源：毛磊《商业银行资产负债配置框架》，招商证券

a. 资本及杠杆率约束。

商业银行经营需持续满足资本及杠杆监管要求。拨备是用来抵御预期损失的，而资本可抵御非预期损失。资本是维持商业银行公众信心的基石，也是抵御风险的最后防线。依据 Basel III 及国内《商业银行资本管理办法（试行）》、《商业银行杠杆率管理办法（修订）》等要求，商业银行经营需要满足资本充足率及杠杆率监管要求。

表 9：商业银行资本监管要求

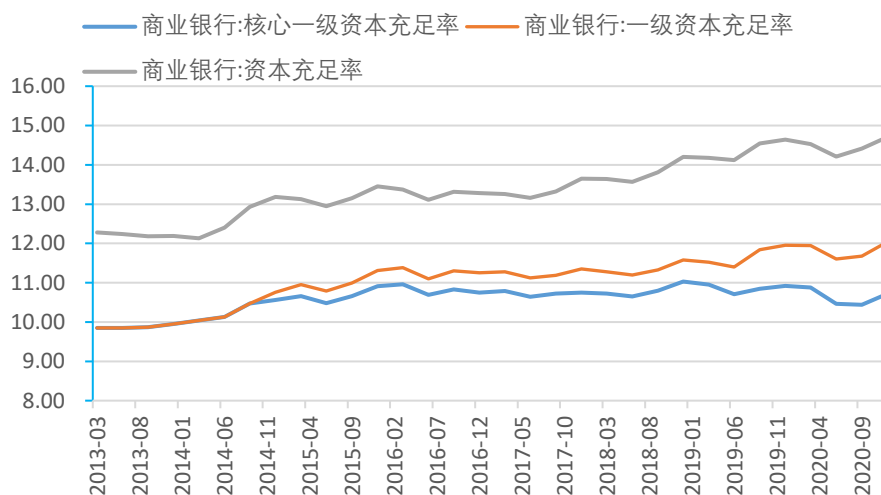
监管资本最低要求	二级资本（2%）		
	其他一级资本（1%）		
	核心一级资本	最低要求	核心一级资本（5%）
		缓冲要求（buffer）	储备资本（2.5%） 逆周期资本（0-2.5%） D-SIBs 附加资本（0.25%-1.5%）

资料来源：《商业银行资本管理办法》，招商证券

资本约束商业银行资产扩张行为。资本监管框架下，资本可分为核心一级资本、其他一级和二级资本。核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率均需满足监管要求。当前，国内非系统重要性商业银行核心一级/一级/资本充足率要求为 7.5%/8.5%/10.5%，系统重要性银行有附加资本要求，由核心一级资本满足。

资本充足率=资本净额/风险加权资产（RWA），RWA 扩张受到资本制约。银行资产扩张行为持续受到资本约束。截至 2020 年 12 月末，商业银行核心一级/一级/资本充足率为 10.72%/12.04%/14.7%，均高出于监管要求。

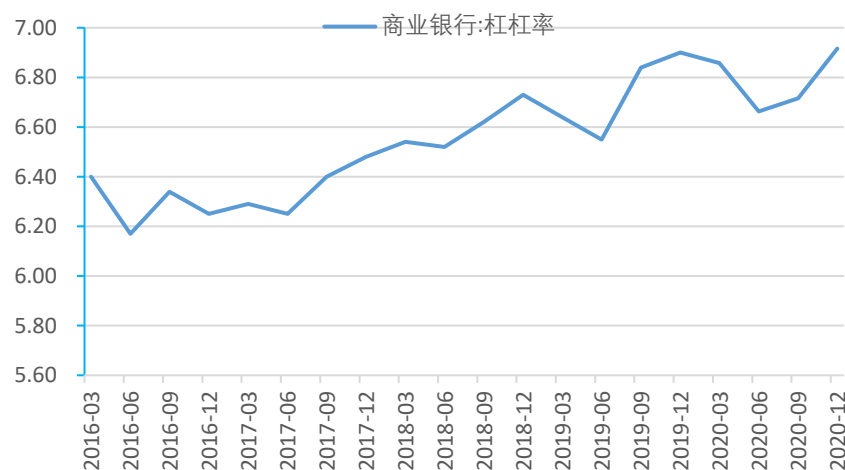
图 5: 近年来, 商业银行资本充足率有所上升 (%)



资料来源: iFinD, 招商证券

商业银行资产扩张亦受制于杠杆率。按照监管要求, 商业银行并表和未并表的杠杆率均不得低于 4%。杠杆率为一级资本净额与调整后的表内外资产余额之比值, 即调整后的表内外资产余额不能超过一级资本净额的 25 倍。截至 2020 年 12 月末, 商业银行整体杠杆率 6.92%, 明显高于监管要求。

图 6: 截至 2020 年 12 月末, 商业银行杠杆率 6.92% (%)



资料来源: iFinD, 招商证券

b. MPA 考核及狭义信贷额度约束。

央行自 2016 年开始将差别准备金动态调整和合意贷款管理机制升级为 MPA 考核体系 (宏观审慎评估体系), 共分为 7 大项: 资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性、定价行为、资产质量、外债风险、信贷政策执行等七大方面, 其中基于资本充足率的广义信贷是评估体系的核心。

在 MPA 考核体系中, 通过将商业银行广义信贷 (含表外理财) 增速与其资本充足率挂钩, 进而约束商业银行资产扩张行为。

表 10: MPA 考核体系

指标大类	指标	评分标准
资本和杠杆	资本充足率（与宏观审慎资本充足率 C* 比较）（80 分）	$[C^*, +\infty]$: 80 分; $[C^*-4\%, C^*)$: 48-80 分; $[0, C^*-4\%)$: 0 分
	杠杆率（20 分）	不低于 4%，20 分；低于 4% 为 0 分。
	TLAC（-）	暂不纳入
资产负债情况	广义信贷（60 分）	全国性/区域性系统重要机构/普通机构广义信贷增速与 M2 增速偏离不超 20/22/25 个百分点，60 分；否则为 0 分。
	委托贷款（15 分）	全国性/区域性系统重要机构/普通机构信托贷款增速与 M2 增速偏离不超 20/22/25 个百分点，15 分；否则为 0 分。
	同业负债（25 分）	全国性/区域性系统重要机构/普通机构同业负债占比不超过 25%/28%/30%，25 分；不超过 33%，15-25 分；否则为 0 分。
流动性	LCR（40 分）	不低于 100%，40 分；否则为 0。
	NSFR（40 分）	不低于 100%，40 分；否则为 0。
定价行为	遵守准备金制度（20 分）	遵守准备金制度，20 分；否则为 0。
	利率定价（100 分）	利率自律定价机制对利率定价行为的评估。
资产质量	不良贷款率（50 分）	不高于同类型机构平均：50 分；不高于同类型机构平均+2%且不高于 5%：30-50 分；高于 5%：0 分。
	拨备覆盖率（50 分）	高于 150%：50 分；100%-150%：30-50 分；低于 100%：0 分。
外债风险	外债风险加权余额（100 分）	外债风险加权余额不超上限：100 分，否则 0 分。
信贷政策执行	信贷政策执行情况（70 分）	根据信贷政策导向等评估：0-70 分
	央行资金运用情况（30 分）	基础分 20 分，根据资金投向及利率等增减。

资料来源：人民银行，招商证券

狭义信贷管控约束银行信贷投放规模。作为宏观调控手段之一，央行对银行信贷投放规模进行指导，商业银行需要遵循相关指导。

c. 流动性监管指标约束。

商业银行资产扩张行为受到流动性监管指标约束。依据《商业银行流动性风险管理办法》之要求，商业银行需要满足流动性覆盖率、净稳定资金比例、流动性匹配率、流动性比例等流动性监管指标。

表 11: 国内商业银行流动性监管指标

	流动性覆盖率	优质流动性资产充足率	净稳定资金比例	流动性匹配率	流动性比例
简称	LCR	HQLAAR	NSFR	LMR	LR
内容	合格优质流动性资产/未来 30 天现金净流出，衡量短期流动性情况	优质流动性资产/短期现金净流出。简化版的 LCR 指标。	可用的稳定资金/所需的稳定资金。衡量未来 1 年及以上流动性情况。	加权资金来源÷加权资金运用。衡量商业银行主要资产与负债的期限配置结构。	流动性资产余额÷流动性负债余额。
资产规模 2000 亿及以上	√	-	√	√	√
资产规模 2000 亿以下	-	√	-	√	√
监管要求	不低于 100%	不低于 100%	不低于 100%	不低于 100%	不低于 25%

资料来源：《商业银行流动性风险管理办法》，招商证券

1.3 关于货币创造的几个常见误解

实物货币制度与信用货币制度存在根本不同,信用货币制度下的货币创造认知有点反直觉,不少市场人士对货币创造与银行运行存在较大的误解。

信用货币制度之下,存款为存款人对银行的债权,银行体系为信用货币的创造主体。信用货币制度下,银行体系向非银体系的资产扩张行为创造货币,但这种货币创造行为依赖于政府信用,且创造的货币要能够兑换成央行发行的现金。银行体系货币创造行为受制于 1) 基础货币约束,如提现、清算、准备金; 2) 资本、杠杆、狭义信贷额度、MPA 考核体系等监管约束。

1) 误区一: 银行用存款准备金或存款来投放信贷

倘若银行 A 对企业 A 发放贷款 100 亿元,则银行 A 资产负债表体现为,资产端贷款+100 亿元,负债端客户存款+100 亿元。银行 A 对企业 A 发放 100 亿元贷款,并未使得存放央行(存款准备金)减少,也未减少客户存款,正好相反,客户存款反而增加 100 亿元。

表 12: 银行 A 对企业 A 放贷 100 亿元

银行 A 资产负债表		企业 A 资产负债表	
资产	负债及所有者权益	资产	负债及所有者权益
存放央行	客户存款+100 亿	银行存款+100 亿	贷款+100 亿
贷款+100 亿	同业存单	固定资产	应付债券
金融投资	其他		

资料来源: 招商证券

因而,银行用存款准备金或存款来发放贷款是误解。存款为银行体系资产扩张的结果,现有银行体系发放贷款,后有存款派生。

不过,由此可能引申出来一个问题-既然银行并非用存款来发放贷款,那么,为何银行要争夺存款?虽然银行不需要存款来支撑信贷投放,但银行需要基础货币(存款准备金)来支撑货币创造行为。

银行 A 对企业 A 放贷 100 亿元以后,增加了客户存款 100 亿元,企业 A 拿到钱以后可能支付货款等导致存款流失到其他银行,带来在央行账户体系中银行 A 存款准备金的减少。因而,央行都希望实现内循环,即对客户发放贷款后,客户支付出去的款项仍能留存在该银行内,从而避免在央行账户存款准备金的减少,以确保持存款准备金规模符合要求。即便创造的存款完全留存在该银行体系内,但由于存款规模增加使得缴准基数增加,需要缴存在央行的存款准备金规模增长,

可以说,银行吸收存款是为确保自身资产扩张派生的存款留存在该银行体系内以避免减少存款准备金,吸收其他银行的客户存款,是为增加存款准备金。吸收存款背后是对基础货币的争夺,以支撑其资产扩张行为。

2) 误区二: 银行信贷投放多了就没有钱配置债券

形成该误解的原因为,误认为银行体系存款增量是一定的,拿去放贷后就没钱去配置债券。

从整个银行体系来看,存款为银行体系资产扩张的结果。正因为银行信贷投放多,债券

投资多，存款增长才快。不考虑资本及杠杆等约束，只要央行在基础货币投放上予以支持，那么，不存在银行没钱去配置债券的问题。

倘若 2020 年政府债券净发行并非 8.3 万亿，而是 18.3 万亿或 28.3 万亿，倘若央行在基础货币投放上予以支持，那么，银行体系仍然配置如此规模的政府债券。作为结果，2020 年底 M2 增速可能高达 15% 或 20%，而非 10.1%。

从单个银行来看，由于部分中小银行客户基础不好，该类银行资产扩张派生存款后，存款可能流失至客户基础好的大行，导致存款准备金减少，面临基础货币压力。从客户基础不好的个别中小行来看，信贷投放多后（由于派生的存款流失至其他银行及缴准基数增加），可能面临存款准备金不足问题，因而会制约其债券投资。但对于存款净流入的银行，其存款准备金将增多，可支撑其债券投资或信贷投放。

现实中，为确保政府债券顺利发行，央行往往会在基础货币投放上予以支持。

3) 误区三：表外理财规模扩张减少了银行体系存款

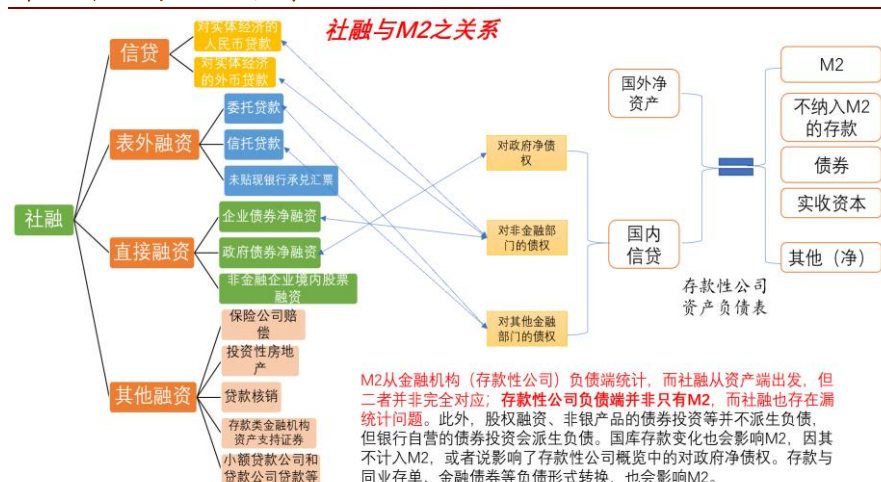
表外理财规模扩张不直接改变银行体系存款总量。假设个人购买表外理财 1 万亿元，这过程导致个人存款减少 1 万亿元，表外理财存在银行体系的存款增加 1 万亿元，即非银同业存款+1 万亿元，银行体系存款总量不变，但形式发生变化。表外理财拿到资金后可能购买企业债券或投资非标债权等，这过程中非银同业存款转化为企业存款，并满足了企业融资需求。

因而，表外理财规模扩张不直接改变银行体系存款总量，并满足企业融资需求。不过，倘若融资需求不旺盛，企业从表外理财获得融资后，偿还银行贷款，将导致银行体系存款减少。

依据存款性公司概览，国内净资产+国内信贷（对政府净债权、对非金融部门债权、对其他金融部门债权）=M2+不纳入 M2 的存款+债券+实收资本+其他（净）。银行体系向非银行体系（政府、非金融部门、其他金融部门）的资产扩张派生 M2。

资金来源非银行自营资金的各类资管产品配置股票、债券等，满足了实体经济融资需求，但并未带来银行体系资产扩张，因而不会导致 M2 增长。这相当于直接融资不带来 M2 派生，经由银行体系的间接融资派生 M2。

图 7：社融与 M2 之关系



资料来源：人民银行官网，招商证券

M2 从金融机构（存款性公司）负债端统计，而社融从资产端出发，但二者并非完全对应；存款性公司负债端并非只有 M2，而社融也存在漏统计问题。此外，股权融资、非银产品的债券投资等并不派生负债，但银行自营的债券投资会派生负债。国库存款变化也会影响 M2，因其不计入 M2，或者说影响了存款性公司概览中的对政府净债权。存款与同业存单、金融债券等负债形式转换，也会影响 M2。

2019 年，中国 GDP 不及美国，略高于欧元区，但 M2 绝对规模却为美国、欧元区的 2 倍多。这背后与美国、欧元区资管规模大有关。资管产品满足了实体经济融资需求，但这种方式不带来 M2 派生。中国 M2 规模大与资管规模偏小有关，实体经济融资主要依靠银行体系的间接融资，存款为居民财富的主要形式。虽然美国 M2 较中国小很多，但其金融财富仍远大于中国，因其金融财富主要体现为股票及各类资管产品。

表 13：主要国家 M2 与资管规模对比（万亿元美元）

	M2	资管规模	资管规模/M2	GDP（19 年）	上市公司总市值
中国	33.3	11.7	0.35	15.2	11.1
美国	15.4	42.0	2.73	21.4	33
日本	9.7	7.0	0.72	5.2	7
欧元区	14.9	22.8	1.53	14.3	10

资料来源：iFinD，招商证券

注：除中国为 20 年 9 月末的数据外，其余为 19 年底数据。

2. 货币市场利率由谁决定？-合意利率水平决定机制

货币市场利率（如 DR007、各期限同业存单利率）是对各期限基础货币的定价，**取决于基础货币供求关系的平衡**。市场决定需求，央行完全控制基础货币的供给，因而央行有能力将市场利率推到合意水平。可以说，一段时间的市场利率为央行货币政策取向的高频观察指标。

银行对基础货币的需求分为正常需求和预防式需求。由于信息不对称，央行投放基础货币的期限及利率会影响银行预期，进而影响预防式需求。因而，近年来国内央行愈加重视预期管理，通过引导市场预期，影响银行的预防式需求，降低市场利率调控难度。

2.1 货币市场利率本质是对基础货币的定价

我们认为，货币市场利率（如 DR007、各期限同业存单利率）是对各期限基础货币的定价，**取决于基础货币供求关系的平衡**。

基础货币包括中央银行为广义货币和信贷扩张提供支持的各种负债，主要指银行持有的现金货币（库存现金）和银行外的现金货币（M0），以及银行与非银行在货币当局的存款。在国际货币基金组织报告中，基础货币被称为 Reserve Money。截至 2021 年 3 月末，国内基础货币规模达 32.5 万亿元，其中，其他存款性公司存款 21.7 万亿元，货币发行（央行体系外的流通中现金）9.25 万亿元。其中，M0（银行体系外的流动中现金）约 8.65 万亿元，即银行体系库存现金约 0.6 万亿元。

银行对基础货币的需求分为正常需求和预防式需求。正常需求为保持必要的存款准备金

水平以满足央行的存款准备金的要求（必须达到法定准备金率要求）以及转账支付清算需求。法定存款准备金率是控制信贷过快扩张的有力工具。一般而言，基础货币为流通于央行体系之外的现金与其他存款性公司存款（亦即存款准备金）之和。而存款准备金分为法定与超额，法定存款准备金为法定准备金率与缴准基数之积。商业银行有着天然的资产扩张冲动，而法定存款准备金率是限制其过快扩张的重要手段。可以说，存款准备金制度是我国非常重要的货币政策工具，在控制信贷扩张方面发挥了极其重要的作用。

预防式需求为银行为应对未来流动性冲击及缺口而产生的流动性需求，其与市场利率与超额存款准备金的利率之差、银行对货币政策预期、银行自身流动性缺口等有关。倘若银行预期未来货币政策明显收紧，那么，银行有动力提前储存流动性以应对未来不确定性。因而，央行愈加重视市场预期沟通与引导。此外，市场利率与超额存款准备金的利率之差越大，银行越有动力降低储存的流动性规模，以提升经营效益。

在基础货币层次，央行完全掌握其供给，且其供给相对刚性，取决于货币政策取向，而非利率/价格。央行通过调控基础货币供应来控制资金价格。

基础货币供给取决于央行资产扩张行为

资产=负债+所有者权益，基础货币为央行负债，其供给取决于央行资产扩张行为。央行资产扩张行为主要有两类：1) 干预外汇市场，增加外汇占款；2) 增加对其他存款公司债权。截至 2021 年 3 月末，中国央行资产规模 38.3 万亿元，其中外汇占款 21.1 万亿元，对其他存款性公司债权 12.5 万亿元，基础货币规模 32.7 万亿元。

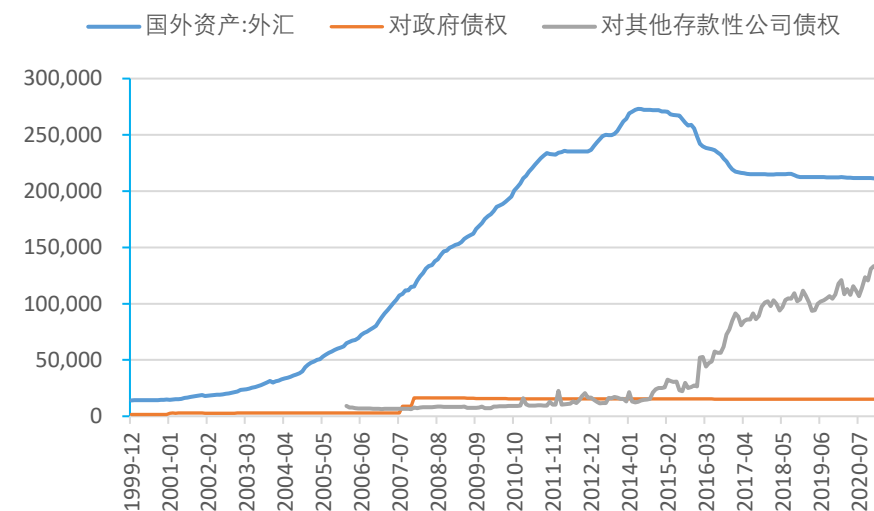
表 14：中国货币当局资产负债表（截至 2021 年 3 月末）

资产端	金额（亿元）	负债端	金额（亿元）
国外资产	219213.98	储备货币	326956.16
外汇	211553.27	货币发行	92459.49
货币黄金	2855.63	金融性公司存款	216682.77
其他国外资产	4805.08	其他存款性公司存款	216682.77
对政府债权	15250.24	其他金融性公司存款	
其中：中央政府	15250.24	非金融机构存款	17813.9
对其他存款性公司债权	124657.22	不计入储备货币的金融性公司存款	4947.74
对其他金融性公司债权	4427.26	发行债券	900
对非金融性部门债权		国外负债	1038.8
其他资产	19224.06	政府存款	36719.33
		自有资金	219.75
		其他负债	11990.98
总资产	382772.77	总负债	382772.77

资料来源：央行官网，招商证券

央行提供基础货币方式由外汇占款变迁到增加对其他存款性公司债权。1999 年-2014 年期间，外汇占款快速增长，由 1999 年末的 1.4 万亿元增长至 2014 年 5 月末的 27.3 万亿元，提供了大量的基础货币。由于外汇占款增长过快，这期间央行往往通过发行央票、正回购等方式回收一部分基础货币。2014 年以来，外汇占款缓慢下降，这说明央行外汇操作转型，大幅减少了外汇市场干预。这期间，对其他存款性公司债权逐步增加，承担提供基础货币的重任。截至 2021 年 3 月末，对其他存款性公司债权达 12.5 万亿元。由于法律法规限制，中国央行不能直接购买政府债券，现有对政府债权为历史原因形成的，且长期保持不变。

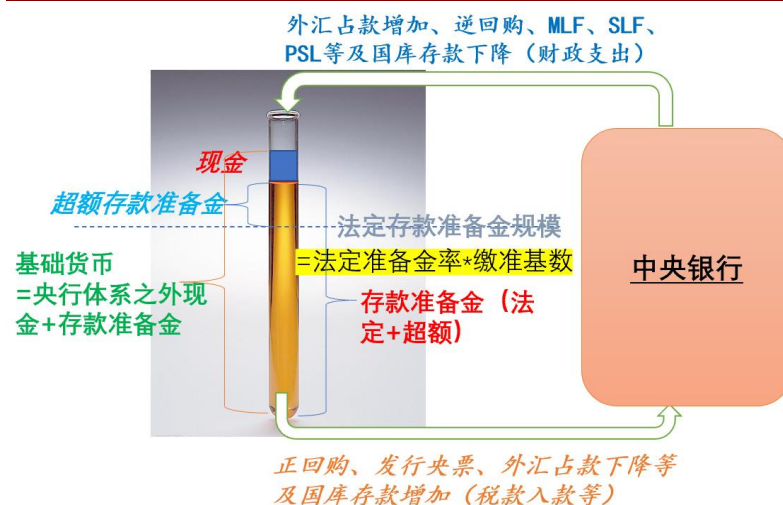
图 8：中国央行主要资产科目变化（亿元）



资料来源：iFinD,招商证券

央行调控基础货币规模，从而将超准率调控到合意水平。央行对其他存款性公司债权为央行对银行操作的再贷款、再贴现、MLF、逆回购、PSL、SLF等。现实中，央行可以通过多种手段精准调控银行超额准备金率水平，从而引导及调控市场利率至合意水平。

图 9：央行控制基础货币规模



资料来源：招商证券

注：未考虑非金融性公司存在央行的存款。

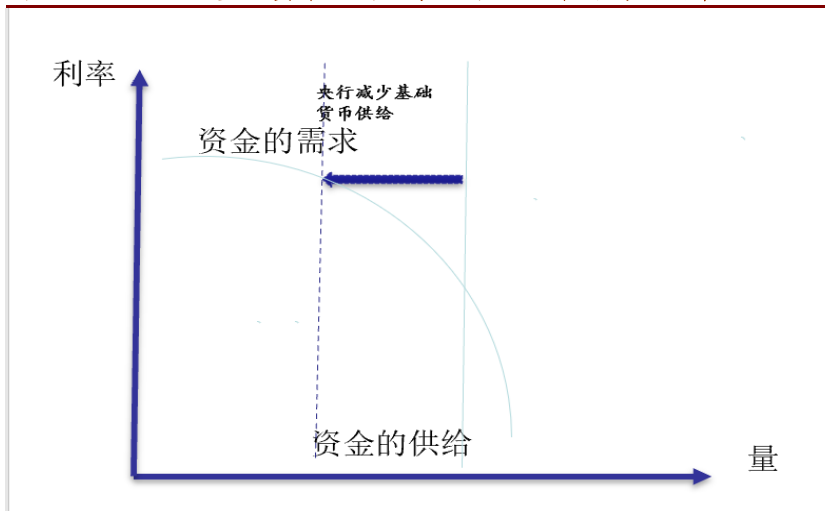
货币市场利率（如 DR007、各期限同业存单利率）是对各期限基础货币的定价，**取决于基础货币供求关系的平衡**。市场决定需求，央行完全控制基础货币的供给并能影响银行预防式流动性需求，因而央行完全有能力将市场利率推到合意水平。

央行在货币市场上有上帝之眼，能够实时观察到国库存款、主要银行超额存款准备金及全市场存款准备金变化等。央行通过基础货币投放与回收来调控市场利率。**可以说，一段时间的市场利率为央行货币政策取向的高频观察指标。**

信息冲击可能导致市场利率大幅波动。由于信息不对称，倘若央行不及时沟通稳定预期，有时候，部分市场传言及央行操作可能导致银行预期短期货币政策大幅收紧。这时，银行预防式流动性需求大幅增加，而且是非线性变化，就有动力囤积流动性，导致市场利

率大幅波动。

图 10：流动性（基础货币）的供求关系决定市场均衡利率



资料来源：招商证券

此外，基础货币深刻影响银行资产扩张行为。通过调控基础货币，可以配合实现 M2、社融等货币政策中介目标。比如，如需降低 M2 增速，央行可以通过收紧基础货币投放来实现该目标。

实际上，央行《2020 年第二季度货币政策执行报告》指出，“MLF 利率是央行的中期政策利率，代表了银行体系从中央银行获取中期基础货币的边际资金成本，由于中央银行掌握基础货币供应，央行的政策利率必然是市场利率定价的基础，也是市场利率运行的中枢。MLF 等货币政策工具提供的资金在银行负债中占比虽然不高，但对市场利率起决定性作用的不是总量而是边际量。在银行信用货币制度下，货币创造的主体是银行，银行通过资产扩张创造存款后，需要更多的基础货币以满足法定准备金要求，因此对基础货币有持续需求。央行掌握基础货币的供应，只需作少量必要操作，就可对市场利率产生决定性的边际影响，而无需通过巨量操作使央行资金成为银行的主要负债。MLF 利率作为中期政策利率与作为短期政策利率的公开市场操作利率共同形成央行政策利率体系，传达了央行利率调控的信号。”

2.2 合意利率决定机制-经济产出缺口与通货膨胀

宏观经济学中，自然利率被定义为经济处于充分就业状态时（达到潜在产出）的实际（经通胀调整后）利率水平。一般认为，自然利率只取决于实际因素，其潜在假定为：长期来看，货币政策是中性的，即货币因素只对实际经济变量产生短期影响。传统上，中央银行和市场参与者通过判断市场利率是否在接近自然利率，以指引自己的行为，但这受限于通胀和菲利普斯曲线的有效性：在某些情况下，即使经济已接近充分就业甚至正处于泡沫破裂前夕，通胀可能依然不温不火。

自然利率作为政策利率的锚，当政策利率高于自然利率时，说明货币政策偏紧，可能导致经济衰退；当政策利率低于自然利率水平，说明货币政策偏松，可能导致经济过热，通货膨胀等。宏观经济学家普遍认为，政策利率应向自然利率靠拢。

当前，全球主要国家央行普遍依据经济产出缺口及通货膨胀来确定合适的利率水平。随

着利率市场化的推进,中国货币政策正由传统的数量型调控向以利率为主的价格型调控转型。当前,或处于两种调控方式并存阶段。所谓数量型调控为调控基础货币规模、M2 增速与社融增速等,所谓价格型调控为调节利率水平,如美联储通过调节联邦基金利率(美国同业拆借市场的利率)来调控市场利率及债券利率水平,影响社会融资成本。

因而,按理说,中国央行也应主要参考经济产出缺口与通货膨胀来决定合意利率水平,并动态调整。实际操作中,由于国内央行独立性不够高,央行对市场利率的调控或受到一些其他因素的影响。

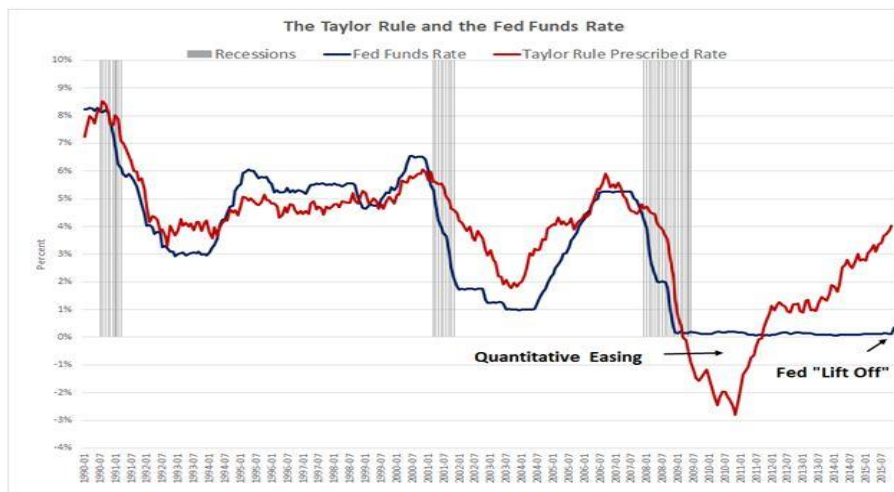
合意利率决策机制-泰勒规则

约翰·泰勒(John B. Taylor)基于对 20 世纪 70-90 年代美国货币政策的研究,他提出应考虑产出缺口和通胀缺口,以最优化中央银行的货币政策反应函数。泰勒于 1993 年发表了著名的文章-《实践中的相机抉择与政策规则》,该文认为:1)政策规则优于相机抉择,因其易于建立货币当局与市场之间的合作关系;2)政策规则要有较好的“反馈机制”;3)在固定汇率制下,一国不能完全自主决定本国的利率水平;4)美国的平均自然利率(实际利率)约为 2.0%,考虑到价格测量过程中存在的误差,每年 2%的内含通胀率目标能够接近代表价格稳定,可用如下的规则对联邦基金利率进行调整,即“泰勒规则”。

$r = p + 0.5 * \Delta y + 0.5 * (p - 2) + 2$ 其中, r 为联邦基金利率, p 为过去四季度的通胀水平, Δy 为经济产出缺口。

传统货币政策机制下,根据泰勒规则,央行应保持实际短期利率稳定和政策中性立场,当产出缺口为正(负)和通胀缺口超过(低于)目标值时,应提高(降低)名义利率。从回溯来看,1990-2009 年期间,泰勒规则指示利率与联邦基金利率吻合度较高。2009 年-2015 年,联邦基金利率持续接近 0,与泰勒规则指示利率偏离明显。

图 11: 联邦基金利率与泰勒规则利率之走势



Source: US Federal Reserve, data as of January 1, 1990 to November 30, 2015.

资料来源:《The Fed “Lift Off” and the Taylor Rule》, 招商证券

据前央行研究局局长谢平研究分析,只有在利率完全市场化的国家才有条件采用泰勒规则。我国货币政策正在向价格型调控方式转型,有必要探索符合我国实际的泰勒规则以确定政策利率合意水平。作为大国央行,基于清晰规则来调整政策利率及引导市场利率,有助于稳定市场预期,避免物价失控,促进经济增长接近潜在增长水平。

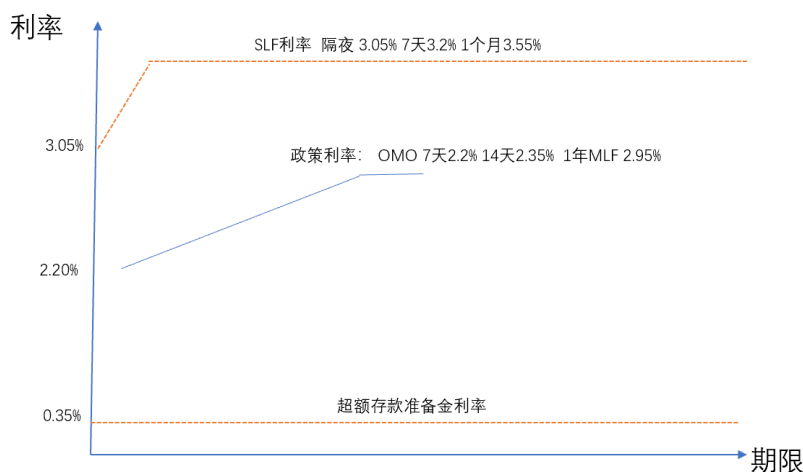
尽管国内央行货币政策是多目标的，但基于清晰规则的货币政策框架乃大势所趋。2016年，时任央行行长周小川在IMF会议上表示，“中国央行采取的多目标制，既包含价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡等四大年度目标，也包含金融改革和开放、发展金融市场这两个动态目标。这种选择与中国处于经济转轨中的国情是分不开的。”尽管如此，央行货币政策仍应主要聚焦经济产出缺口和通货膨胀，基于清晰规则而非主观判断的货币政策乃大势所趋。

2.3 我国利率走廊框架与影响

2017年，央行研究局在《金融研究》上发表了《利率走廊、利率稳定性和调控成本》，构建我们利率走廊框架。该文认为，20世纪80年以来，发达国家和多数中等收入国家的货币政策操作框架都完成了从货币供给量为中介目标向利率为中介目标的框架转型。在这个过程中及以后，诸多国家采用了显性或隐性的利率走廊。该研究发现，“1）利率走廊可以较为有效地引导市场利率，降低市场利率波动；2）利率走廊可以减少市场流动性的囤积性需求，降低央行公开市场操作成本；3）最优利率走廊宽度的设定要综合考虑货币市场利率敏感度、调控成本、外部冲击的频率和幅度等因素。”

目前市场认为，我国利率走廊为：以SLF利率为利率走廊上限，以超额存款准备金的利率为走廊下限，中枢为以OMO及MLF等构成的政策利率为中枢。当前，一个月SLF利率为3.55%，超额存款准备金利率为0.35%，利率较低，中枢距离下限较远，利率走廊宽度较大。当商业银行可以大量获得SLF时，SLF利率就是事实上成为利率走廊上限。当市场利率明显高于SLF利率时，基于效益出发，商业银行可以向央行申请SLF以获得基础货币，央行借以投放基础货币，可以降低市场利率。

图 12：当前，我国利率走廊情况



资料来源：人民银行，招商证券

利率走廊有助于降低市场利率波动，市场利率应落于利率走廊内且主要围绕利率走廊中枢运行。利率走廊的实施可以稳定商业银行对流动性的预期，从而降低因预期流动性收紧而大幅囤积流动性的需求，平抑市场利率波动。

利率走廊应根据经济产出缺口及通胀情况适时调整。利率走廊作为市场利率的指引，对于调控市场利率发挥重要作用。当经济明显复苏物价上涨时，利率走廊有必要适时调整，

如上调 SLF 利率以及 OMO、MLF 利率。当经济衰退时，则应降低利率走廊中枢利率水平。

3. 市场利率与政策利率之关系辨析

MLF 利率作为中期政策利率与作为短期政策利率的公开市场操作利率共同形成央行政策利率体系，传达了央行利率调控的信号。市场利率受到央行基础货币投放影响，政策利率作为利率走廊中枢，央行会尽量引导市场利率围绕政策利率运行。

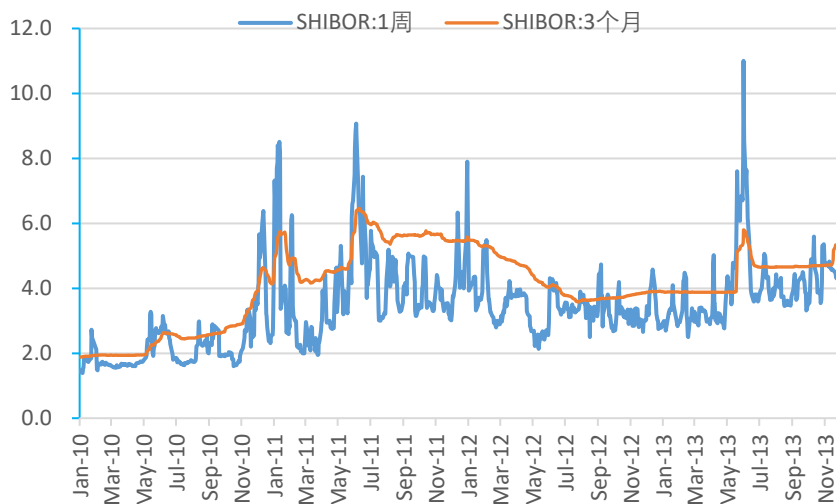
不过，政策利率调整信号意义较强，其调整相对滞后。当经济明显复苏或通胀压力加大时，央行有意上调政策利率时，往往会先引导市场利率超过政策利率，后续再顺势上调政策利率。因而，我们认为，市场利率走势往往领先于政策利率的调整。

3.1 复盘 2013 年“钱荒”

银行同业业务从业者往往对 2013 年年中的“钱荒”记忆犹新。以该事件为背景的网络财经小说《同业鸦片》当年风靡一时。

2013 年 5 月底 6 月初开始，市场利率显著上升，在市场波动最高点 6 月 20 日，质押式回购隔夜、7 天、14 天加权利率分别高达 11.7%、11.6%、9.3%，随后在 6 月下旬市场利率回落，但市场利率中枢仍较前一阶段有所抬升。

图 13：13 年年中，市场利率曾大幅上升（%）

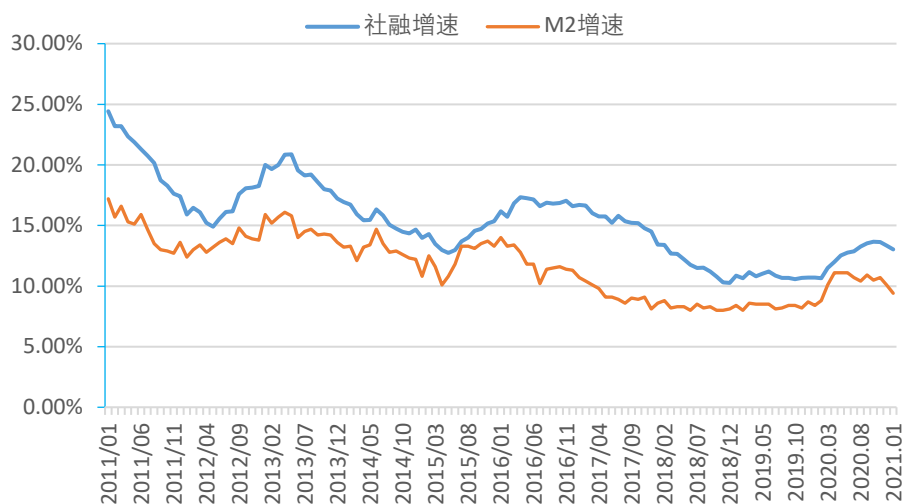


资料来源：iFinD，招商证券

“钱荒”原因探究：同业投资盛行，M2 增速过高导致政策收紧，信息不对称则提升了银行预防式流动性需求，加剧了“钱荒”。

2013 年为新一届政府执政首年，2012 年 M2 增长目标为 14% 左右，2013 年 M2 增长目标下调为 13% 左右。2013 年 1-5 月，M2 增速却持续上升，由年初的 13.8% 升至 5 月末的 15.8%，明显高于 13% 左右的 M2 增速目标。同期，社融增速亦大幅上升。

图 14: 13 年 1-5 月份, M2 及社融增速明显走高 (%)



资料来源: iFinD, 招商证券

当年同业投资套利盛行, 表外融资过快增长。2013 年上半年, 信托贷款增量达 1.24 万亿, 接近上一年同期的 3 倍; 委托贷款增量达 1.11 万亿, 较上年同期翻倍。2013 年上半年经济指标一般, 市场预期央行降息, 纷纷大幅加杠杆, 资金套利盛行, 导致 M2 增速明显上升, 大幅超过政策目标。

表 15: 信托贷款和委托贷款当年累计变化 (亿元)

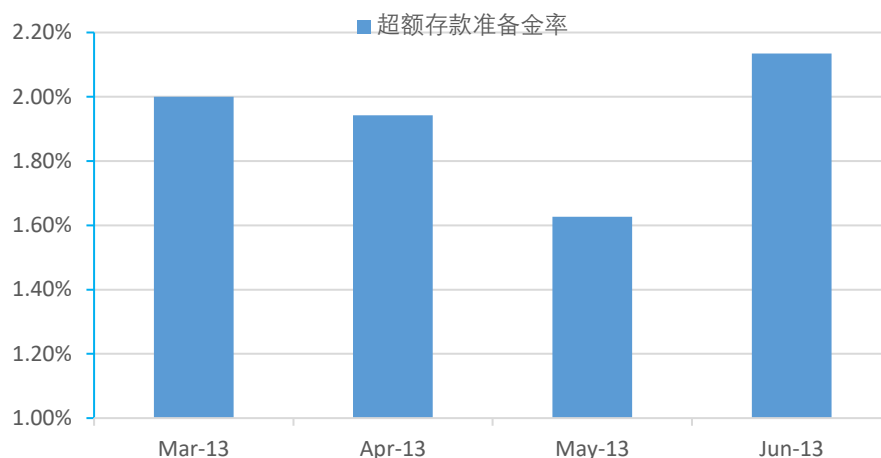
信托贷款	2012	2013	委托贷款	2012	2013
1 月	247	2,108	1 月	1,646	2,061
2 月	769	3,933	2 月	2,040	3,487
3 月	1,787	8,245	3 月	2,810	5,235
4 月	1,824	10,187	4 月	3,825	7,161
5 月	2,381	11,158	5 月	4,039	9,128
6 月	3,369	12,366	6 月	4,828	11,118
7 月	3,753	13,517	7 月	6,107	13,045
8 月	4,991	14,726	8 月	7,152	15,983
9 月	7,003	15,856	9 月	8,601	18,200
10 月	8,446	16,287	10 月	9,542	20,034
11 月	10,248	17,293	11 月	10,760	22,738
12 月	12,846	18,448	12 月	12,838	25,465

资料来源: iFinD, 招商证券

由于同业投资套利盛行, 信贷增长过快, M2 增速大幅超过目标水平, 央行收紧了政策。2013 年 6 月 17 日, 央行向银行下发《中国人民银行办公厅关于商业银行流动性管理事宜的函》, 强调强化流动性管理, 提醒银行做好关键时点的流动性安排, 谨慎控制信贷等资产扩张偏快可能导致的流动性风险。2013 年 6 月 19 日国常会强调“把稳健的货币政策坚持住、发挥好, 合理保持货币总量, 按照有保有压、有扶有控的原则”。

政策收紧, 超准率下降, 约束银行资产过快扩张等行为。据我们测算, 2013 年 5 月末, 金融机构超额存款准备金率约 1.6%, 较上月末下降 0.3 个百分点。预计 2013 年 6 月上旬进一步下降。

图 15: 13 年 5 月底超额存款准备金率环比下降明显



资料来源: iFinD, 招商证券

信息不对称加剧了“钱荒”。2013 年 6 月初起, 货币市场利率飙升, 金融机构拆借违约的谣言四起, 一时恐慌情绪蔓延。由于信息不对称, 传言四起, 叠加银行预期央行政策收紧, 这大幅增加了银行预防式流动性需求, 导致银行囤积流动性, 有钱不出, 加剧了“钱荒”。

2013 年 6 月 25 日, 央行官网发文《合理调节流动性 维护货币市场稳定》, 称“为保持货币市场平稳运行, 近日央行已向一些符合宏观审慎要求的金融机构提供了流动性支持, 一些自身流动性充足的银行也开始发挥稳定器作用向市场融出资金, 货币市场利率已回稳。”6 月下旬开始, “钱荒”逐步缓解。

3.2 市场利率围绕政策利率运行, 但往往领先于政策利率调整

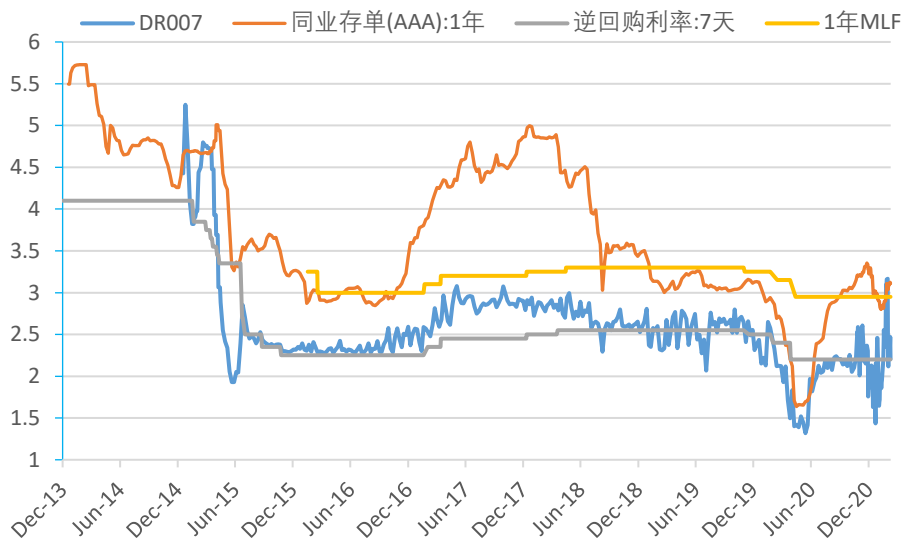
关于市场利率与政策利率之关系, 央行多次强调, 引导市场利率围绕政策利率平稳运行。不过, 过往数年观之, 市场利率变化往往领先政策利率调整。

央行通过基础货币供应影响市场利率, 政策利率传达央行利率调控的信号, 使得政策利率为市场利率运行的中枢。央行《20Q2 货币政策执行报告》指出, “MLF 利率是央行的中期政策利率, 代表了银行体系从中央银行获取中期基础货币的边际资金成本, 由于中央银行掌握基础货币供应, 央行的政策利率必然是市场利率定价的基础, 也是市场利率运行的中枢。MLF 利率作为中期政策利率与作为短期政策利率的公开市场操作利率共同形成央行政策利率体系, 传达了央行利率调控的信号。”《20Q3 货币政策执行报告》提出, “合理把握中期借贷便利、公开市场操作等货币政策工具的力度和节奏, 保持短、中、长期流动性供给和需求均衡, 有效稳定市场预期, 引导市场利率围绕政策利率平稳运行。”

《20Q4 货币政策执行报告》, “央行进一步提高公开市场操作的连续性, 通过每日操作持续释放央行短期政策利率信号, 引导货币市场短期利率围绕公开市场 7 天期逆回购操作利率在合理区间波动。MLF 利率作为中期政策利率, 对市场中长期利率的引导效果显现, 12 月份同业存单利率、国债收益率均有所下行, 并向 MLF 利率靠拢。”

市场利率围绕政策利率运行，政策利率为市场利率运行的中枢。市场利率取决于基础货币的供求关系，央行通过掌控基础货币的供给来调控市场利率，这使得一段时期的市场利率水平是货币政策取向之外在体现。自 2015 年以来，市场利率大致围绕央行 7 天逆回购、MLF 利率构成的政策利率运行。不过，经济明显复苏时期，如 2017 年，市场利率显著高于政策利率。2020 上半年，受疫情影响，货币政策宽松，市场利率明显低于政策利率。

图 16：市场利率与政策利率之关系（%）



资料来源：WIND，招商证券

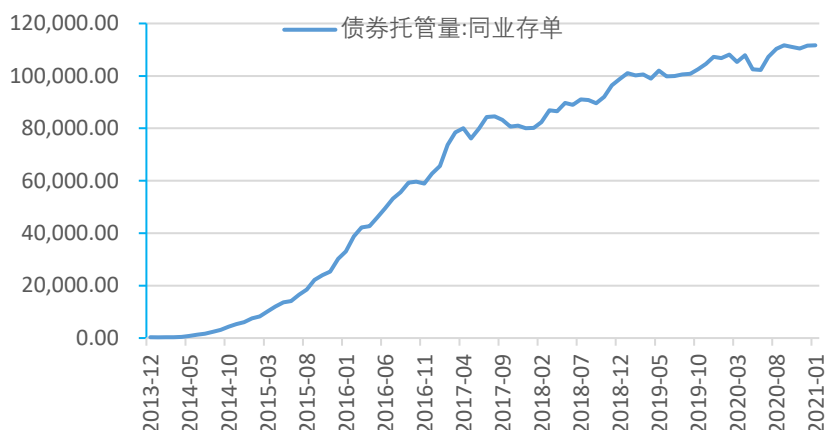
市场利率变化往往领先于政策利率调整。2017 年 3 月央行上调政策利率之前，市场利率已经明显上行。当时央行相关负责人表示，“**中标利率上行并不是加息。去年四季度以来，国内经济出现一些回升迹象，物价上升导致实际利率下行，金融机构信贷扩张动力较强，而全球经济也在改善，特别是美联储最近两次加息，美国国债收益率带动全球收益率曲线上移。这样，国内基本面与国外因素传导效应叠加，市场利率已迅速有了反应。中标利率跟着市场利率走也是正常的。**”

政策利率调整信号意义较强，其调整相对滞后。当经济复苏，物价上涨时，央行有意上调政策利率之时，往往会先引导市场利率上行，让市场利率超越政策利率。当市场利率高于政策利率一段时间后，政策利率再顺势上调。因而，**市场利率变化往往领先于政策利率调整。**

3.3 结构性存款压降对货币市场利率影响大么？

首先，**结构性存款压降期间同业存单余额并未大幅增长**。尽管从单家银行而言，对结构性存款依赖高的银行，压降结构性存款可能导致存款流失到其他银行，但结构性压降对于银行体系存款增量影响较小。20 年 5 月初-12 月末期间，结构性存款余额大幅下降了 5.7 万亿元，但同期同业存单（托管口径）余额仅增加 3766 亿元，增长不多。

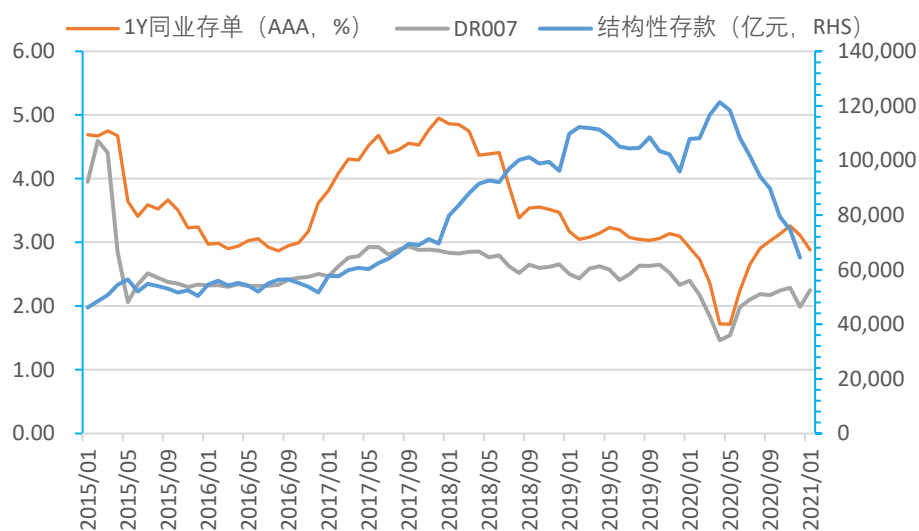
图 17: 20 年初以来, 同业存单余额增长较慢 (亿元)



资料来源: WIND, 招商证券

其次, 回溯来看, 同业存单利率与结构性存款规模关系较小。例如, 2017 年结构性存款规模大幅增长了 35%, 但同期同业存单利率显著上行; 20 年前 5 月结构性存款规模大幅增长, 同期同业存单利率显著下降。

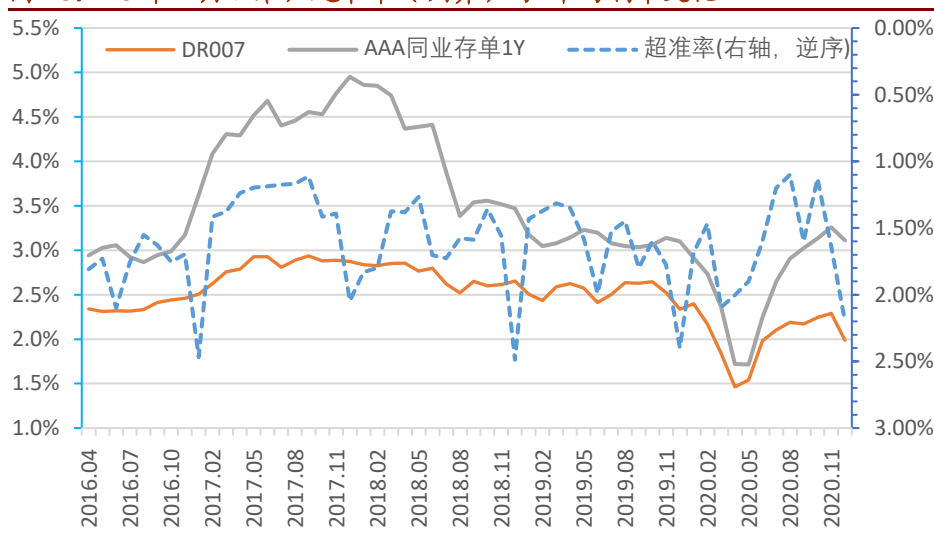
图 18: 结构性存款余额与货币市场利率走势 (%)



资料来源: WIND, 招商证券

再次, 在信用货币制度下, 银行体系是货币创造的主体, 但银行货币创造受到基础货币约束, 因而银行需要争夺基础货币以支撑其资产扩张行为。我们认为, 以 DR007、同业存单利率等为代表的市场利率本质上是对基础货币的定价, 是银行体系为支撑其资产扩张行为愿意付出的边际成本。市场决定基础货币需求 (假定法定准备金率不变), 中央银行决定基础货币供给。我们认为, 年中以来市场利率上升之根本原因为, 国内经济持续复苏, 货币政策边际收紧, 央行收紧了基础货币供给。

图 19: 16 年 4 月以来, 超准率 (测算) 与 市场利率变化



资料来源: WIND, 招商证券

我们认为, 不能因同业存单利率上行开始的时点与结构性存款压降时点接近, 就认为两者存在因果关系。结构性存款压降的政策初衷在于降低银行负债成本, 倘若理解为压降结构性存款导致同业存单利率上升, 银行负债压力加大, 就误解了压降结构性存款之影响。也容易误认为, 当结构性存款规模不再压降时, 银行负债压力会明显下降。

4. 展望: 通胀为 2021 年货币政策核心约束, 政策利率存上调可能

2021 年 2 月-5 月上旬, 市场利率走低, DR007 及 1 年期同业存单 (AAA) 利率降至政策利率之下, 市场利率偏低。探究其原因, 主要是客观因素造成的, 由于公开市场操作到期量少央行缺乏回收流动性手段, 2-5 月上旬期间央行并未净投放货币, 但由于政府债券发行节奏慢, 国库存款大幅下降, 释放了大量的基础货币, 导致超准率偏高, 市场利率走低。不过, 倘若央行主动为之, 这期间也可以通过正回购、缩减再贷款再贴现存量规模等方式回收基础货币, 能够避免市场利率偏低。这说明在保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性之下, 央行政策取向仍然偏松, 这也一定程度上助推了市场利率偏低。

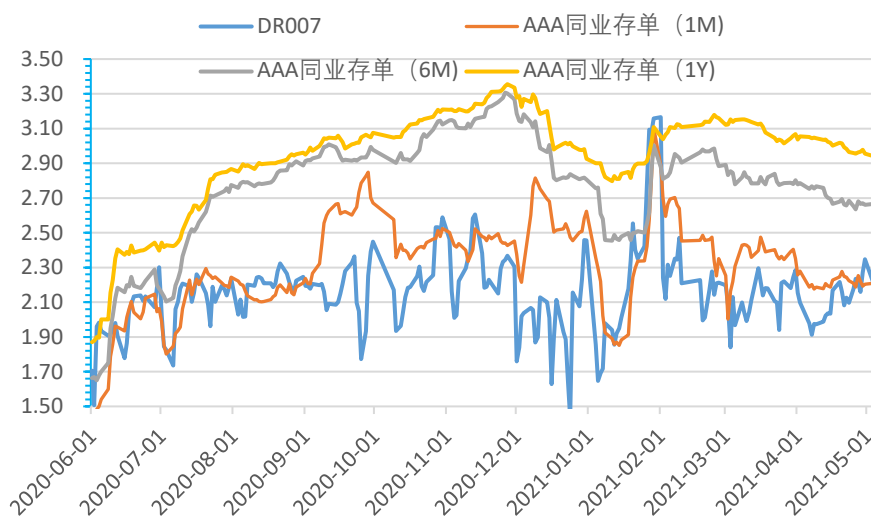
随着全球原材料价格大幅上涨, PPI 明显走高, 原材料价格上涨对下游价格逐步传导, 家电、装修、生活用纸等价格上涨明显, 通胀压力明显上升, 导致普通民众幸福感下降。我们认为, 通胀将是 2021 年制约货币政策最核心的因素。一方面, 经济明显复苏, GDP 增速高于潜在增长水平, 另外一方面, 通胀压力明显上升。基于宏观经济学理论, 央行应推升市场利率, 防止通胀情况进一步恶化。

4.1 2021 年 2-5 月上旬市场利率偏低原因辨析

2021 年 2-5 月上旬市场利率走低。2021 年 1 月下旬, 市场利率曾大幅上升, 利于抑制市场主体过度加杠杆行为, 防范风险。不过 2021 年 2 月初以来, 市场利率逐步走低。

2021 年 5 月上旬，DR007 及同业存单发行利率已降至政策利率之下，市场利率偏低。

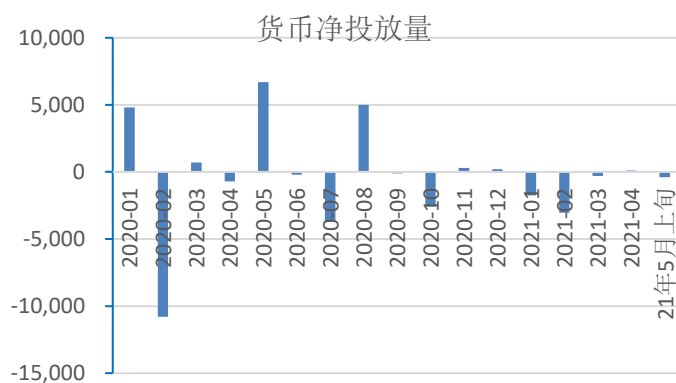
图 20: 2021 年 2-5 月上旬，市场利率走低 (%)



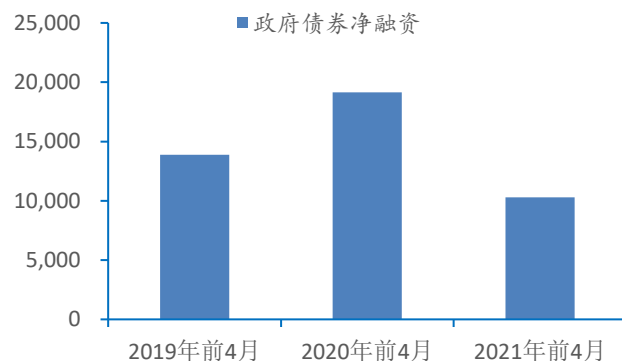
资料来源: iFinD, 招商证券

探究市场利率偏低之原因，主要是客观因素造成的。2021 年 2-5 月上旬，由于公开市场操作到期量少，央行缺乏回收流动性手段，2-5 月上旬期间央行并未净投放货币，且其中 2 月份还净回笼了基础货币。不过，由于政府债券发行节奏慢，2021 年前 4 月政府债券净发行仅 1.0 万亿元，大幅低于上年同期。这使得国库存款大幅下降，释放了大量的基础货币，导致超准率上升，市场利率走低。

图 21: 2021 年 2-5 月上旬公开市场操作净投放较少 (亿元) 图 22: 2021 年前 4 月政府债券净融资明显偏少 (亿元)



资料来源: iFinD、招商证券



资料来源: iFinD、招商证券

存款准备金增加主要来自国库存款的下降。从央行资产负债表来看，2021 年 3 月末其他存款性公司存款达 21.67 万亿元，较 1 月末大幅增加 1.37 万亿元。究其变动原因，主要是同期国库存款大幅下降了 1.68 万亿元，释放了较多的基础货币，而对其他存款性公司债权下降了 0.74 万亿，净回笼了基础货币，这与公开市场操作情况匹配。

表 16: 货币当局资产负债表主要科目变化 (亿元)

	2021.01	2021.03	较 1 月末变动	负债端	2021.01	2021.03	较 1 月末变动
国外资产	218074	219214	1140	货币发行	95835	92459	-3375
对政府债权	15250	15250	0	其他存款性公司存款	203007	216683	13676
对其他存款性公司债权	132072	124657	-7415	发行债券	900	900	0
对其他金融性公司债权	4432	4427	-5	政府存款	53529	36719	-16810

敬请阅读末页的重要说明

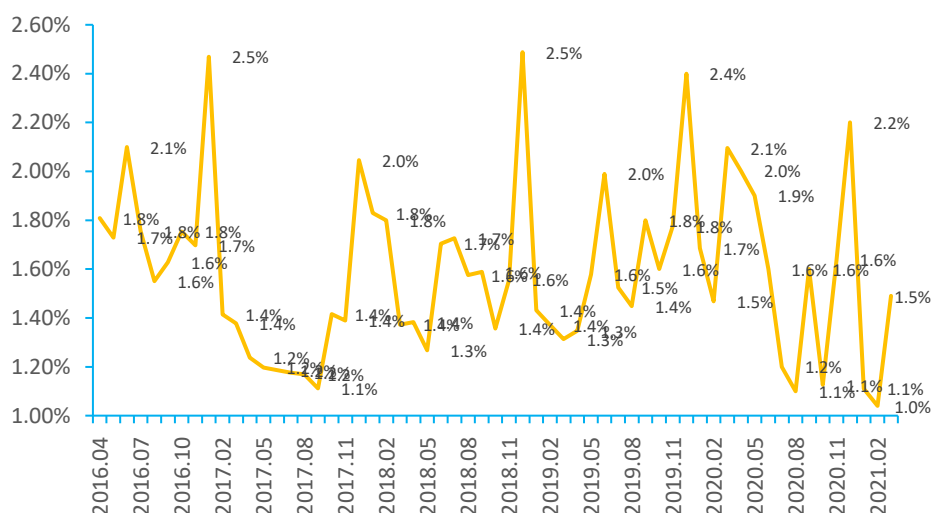
Page 28

	2021.01	2021.03	较 1 月末变动	负债端	2021.01	2021.03	较 1 月末变动
其他资产	19304	19224	-80	其他负债	11957	11991	34

资料来源：央行官网，招商证券

据我们测算，2021 年 3 月末金融机构超准率达 1.5%，环比大幅上升，这与市场利率走低一致。我们预计 4 月份超准率仍然保持了较高水平。

图 3：2021 年 3 月末，金融机构超准率上升明显



资料来源：iFinD，招商证券

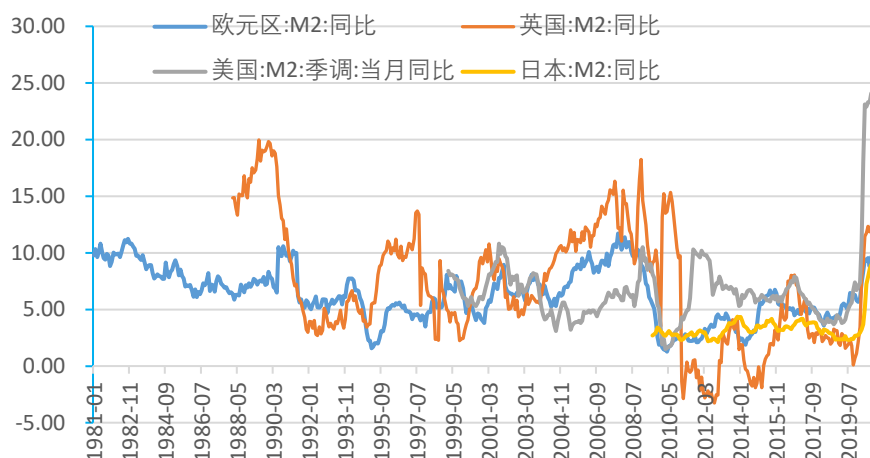
不过，倘若这期间央行有意为之，也可以通过正回购、明显缩减再贷款再贴现存量规模等方式回收基础货币，进而避免市场利率偏低。这说明在保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性之下，央行政策取向仍然偏松，这也一定程度上助推了市场利率偏低。

2021 年政府债券增量额度为 7.22 万亿，由于前 4 月净发行较少，我们预计未来几个月将迎来政府债券发行高峰，届时仅凭每天操作 100 亿的公开市场操作是不够的，将真正考验央行货币政策是偏松还是偏紧。

4.2 通胀或超预期，政策利率存上调可能

疫情之下，2020 年全球主要经济体经济刺激力度巨大。2020 年初，新冠疫情席卷全球，对经济造成巨大的冲击。为此，全球主要经济体纷纷出台规模巨大的经济刺激计划，实现宽松的货币政策及扩张性的财政政策，部分发达国家对普通民众大量发放现金。由于这些规模巨大的经济刺激措施，全球主要经济体 M2 增速大幅上升，升至过去十余年或几十年最高水平。截至 2021 年 1 月末，美国 M2 增速高达 25.8%，为过去数十年最高水平。2020 年下半年以来，欧元区、英国、日本 M2 增速亦大幅上升，比肩 08 年金融危机经济刺激时期之水平。

图 24:2020 年下半年以来，全球主要经济体 M2 增速大幅上升 (%)



资料来源：iFinD，招商证券

全球主要原材料价格显著上涨。由于规模巨大的经济刺激计划，2020 年下半年以来，全球主要原材料价格持续大幅上涨。2021 年 4 月下旬，南华工业品指数已经涨至历史新高，超过 09 年“四万亿”时期的高点。2020 年下半年以来，以螺纹钢、铜、锡等为代表的工业金属、以玉米、大豆为代表的粮食作物、棕榈油、以及原油等价格持续大涨，部分已经创历史新高。

图 25:2020 年下半年以来，主要原材料价格大幅上涨

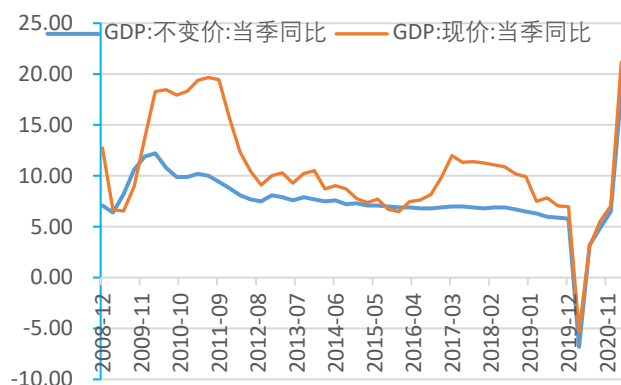


资料来源：iFinD，招商证券

原材料价格上涨正逐步传导至下游物品价格。原材料大面积上涨，显著增加中下游生产成本，压缩了利润空间，导致价格调整压力加大。2020 年 3 月 PPI 已经升至 4.4%，我们预计 PPI 高点将超过 7%。2021 年初以来，汽油价格上调，空调、冰箱等家电价格开始上调，生活用纸涨价明显，特斯拉等新能源汽车也开始涨价，房屋装修价格上涨明显。这一轮通胀已经开始切实影响普通民众生活质量了。

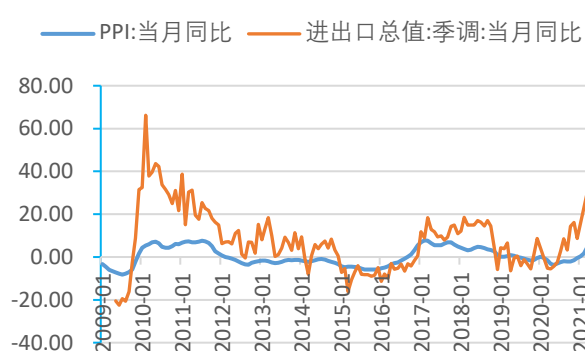
经济产出缺口已经由负向缺口转为正向缺口。20Q4 实际 GDP 增速达 6.5%，已经略超经济潜在产出水平；21Q1 实际 GDP 增速达 18.3%，即便提出基数效应，预计也是超过潜在产出水平。经济产出缺口已经由负向缺口转为正向缺口。

图 26: 20Q3 以来国内 GDP 增速大幅上升 (%)



资料来源: iFinD、招商证券

图 27: 20 年下半年以来, 出口改善, PPI 走高 (%)



资料来源: iFinD、招商证券

尽管国内央行货币政策是多目标的,但我们认为,央行仍应该主要依据经济产出与通货膨胀来决定货币政策取向,应当基于清晰的规则来决策。在经济产出缺口已经由负向缺口转为正向缺口的当下,全球范围内原材料价格持续上升,通胀预期以及压力大幅上升。我们认为,通胀将是 2021 年下半年货币政策核心约束因素。通胀压力上升背景下,前瞻性地适度收紧货币政策,可以防止民众钞票购买力明显下降,避免贫富分化加剧。

通胀具有预期自我实现性,原材料大面积持续大涨之后,这轮通胀压力不应忽视。基于对通胀形势的相对审慎的预判,我们认为,或应更好地平衡好经济增长与物价稳定的关系,引导市场利率小幅上升,适时小幅上调政策利率(如全年 10BP),防止通胀加剧。而放眼全球,2021 年开年以来,巴西、土耳其、俄罗斯等国家已经开启加息进程,加拿大开始缩减 QE 规模。

5. 投资建议: 经济较强复苏, 银行股估值有望修复

在信用货币制度下,银行体系是货币创造的主体,银行体系通过资产扩张(向银行体系以外的实体经济)行为创造货币,但其资产扩张行为受到基础货币约束(提现、支付清算、法定准备金)以及资本杠杆等监管约束。先有银行体系的资产投放,后有存款派生;即先有资产投放,后有负债,负债为资产投放之结果。

DR007 及同业存单利率等构成的货币市场利率是对基础货币的定价,取决于基础货币的供求关系。由于央行完全掌控了基础货币的供给,央行能够引导市场利率至其合意水平。以 OMO 及 MLF 构成的政策利率体系传达了央行利率调控信号,市场利率应围绕政策利率运行,但市场利率变化往往领先于政策利率的调整。全球来看,主要国家合意利率水平主要取决于经济产出缺口和通胀。

2021 年 2 月-5 月上旬,市场利率降至政策利率之下,市场利率偏低。探究其原因,主要是客观因素造成的。由于公开市场操作到期量少央行缺乏回收流动性手段,2-5 月上旬期间央行并未净投放货币。但由于政府债券发行节奏慢,国库存款大幅下降,释放了大量的基础货币,导致超准率偏高,市场利率走低。

随着全球原材料价格大幅上涨,PPI 明显走高,原材料价格上涨对下游价格逐步传导,家电、装修、生活用纸等价格上涨明显,通胀压力明显上升,导致普通民众幸福感下降。我们认为,通胀将是 2021 年制约货币政策最核心的因素。一方面,经济明显复苏,GDP 增速高于潜在增长水平,另外一方面,通胀压力明显上升。基于宏观经济学理论,央行

应推升市场利率，防止通胀情况进一步恶化。

经济明显复苏，通胀或超预期，货币政策逐步回归正常化，银行业是少数受益的行业。我们认为，经济明显复苏之下，2021 年银行信用成本将下降，息差有望企稳或改善，板块净利润增速有望达 10% 左右，为 2015 年以来最高水平。业绩催化之下，银行板块估值有望修复至 1 倍 PB 左右，明显跑赢大盘。

当前位置，我们强烈推荐估值较低且具备长逻辑的兴业银行及平安银行，关注区域好、公司治理完善、战略清晰、管理层能力较强且估值较低的成都、长沙、南京、杭州、常熟等。好的经营区域、好的公司战略、好的公司治理、好的管理层及执行力构成一家好的银行，预计未来十年银行业经营分化将持续，银行股估值分化也是持续的，我们建议长期投资优质银行。

6. 风险提示

疫情失控，经济重新下行导致资产质量恶化；金融让利导致息差明显收窄等。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

廖志明，招商证券银行业首席，籍贯江西。东京大学经济学硕士，且为全额奖学金获得者。曾就职于民生银行、交通银行等金融机构，具有商业银行总行的观察视角与分行的业务能力，对金融监管、流动性以及银行资产负债配置等有独到见解。卖方研究从业多年，曾任天风证券银行业首席。2018 年 WIND 金牌分析师银行业第一名，第一财经最佳金融分析师第二名，新财富银行业第五名；2019 年 WIND 金牌分析师银行业第一名，新浪金麒麟最佳分析师第四名，上证报最佳分析师第三名，新财富金融产业研究第三名，银行业入围；2020 年上证报最佳分析师第二名，WIND 金牌分析师银行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师第五名等。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>