

“中国版定向 QE”释放货币总量测算

——释放资金 6165 亿，约相当于全面降准 0.57%

今年央行政策路径已经发生了明显的转变，更多地偏向于定向刺激，我们将其定义为

“中国版定向 QE”。央行“中国版 QE”货币政策由两个部分组成：央行再贷款和定向降准，兼具投放货币稳增长和主导结构调整的功效。

一、央行定向实施再贷款，释放资金 4000 亿元。2014 年，央行再贷款规模约 4000 亿元，其中支农、支小 1000 亿元，对国开行发放 3000 亿。根据一季度央行货币政策执行报告显示，2014 年央行已经下放支农再贷款 500 亿元，支小再贷款 500 亿元。4 月 2 日，国务院会议明确国开行推进棚改后，对国开行发放了 3000 亿再贷款。

二、4 月央行定向降准，预计释放资金约 1000 亿元。2014 年 4 月央行公告自 4 月 25 日起下调县域农村商业银行人民币存款准备金率 2%，下调县域农村合作银行人民币存款准备金率 0.5%。一季度末全部农商行、农合行存款余额分别约为 7.3 万亿、1.1 万亿，全口径下计算本次定向降准约释放 1500 亿，考虑到

县域机构规模较小，预计释放资金规模约为 1000 亿元。

三、6 月央行定向降准，预计释放资金约 1165 亿元。2014 年 6 月 9 日央行再次宣布，对特定的“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行、财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司存准金也下调 0.5 个百分点。此次定向降准覆盖约 2/3 的城商行、80% 的非县域农商行和 90% 的非县域农合行。4 月末全部城商行、农商行和农合行存款分别约为 10.7 万亿、7.5 万亿和 1.1 万亿，中资财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司存款余额分别为 1.9 万亿、150 亿和 190 亿。以上范围金融机构降准释放资金规模约为 800 亿元。而这次定向降准范围比预想中大，目前民生银行、宁波银行、招商银行和兴业银行四家股份行被获准下调准备金率，估计可释放 365 亿元流动性资金。因此此次定向降准释放资金总规模约为 1165 亿元。

四、常备借贷便利 (SLF) 与短期流动性调节工具 (SLO) 提供流动性。

1. 第一季度累计开展常备借贷便利 3400 亿元，期末常备借贷便利余额为 0。为保持货币市场流动性合理适度，2014 年春节前，央行通过常备借贷便利（SLF）向符合条件的大型商业银行提供了短期流动性支持，促进货币市场平稳运行。1 月末常备借贷便利余额为 2900 亿元。春节后，随着现金逐步回笼，以及外汇流入形势的变化，根据银行体系流动性情况，央行全额收回了春节期间通过常备借贷便利提供的流动性。第一季度累计开展常备借贷便利 3400 亿元，期末常备借贷便利余额为 0。

2. 2014 年 2 月 27 日，央行以利率招标的方式开展了短期流动性调节工具（SLO）操作，回笼流动性 1000 亿元，期限为 5 天，中标利率 3.40%。

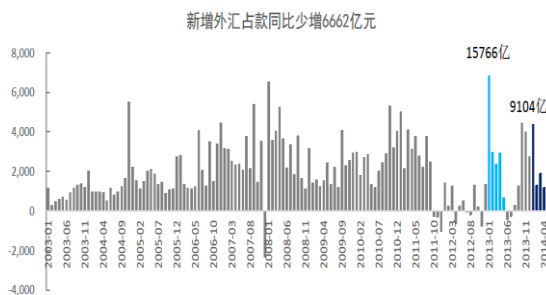
通过粗略加总年初至今央行再贷款（4000 亿元）和两次定向降准释放资金（1000 亿元 +1165 亿元）规模，“中国版定向 QE”目前释放货币总量约为 6165 亿元。金融机构人民币存款余额总量约 108 万亿，6165 亿元的货币释放量约相当于全面降准 0.57%。

五、外汇占款增速放缓，“中国版定向 QE”尚不足以对冲外汇占款增量的大幅下滑。

1. 外汇占款增速放缓。2000 年之后，外汇占款作为央行投放基础货币的主要渠道。但目前外占数据并不乐观。2014 年 1-5 月，外汇占款新增 9104 亿元，2013 年同期为 15766 亿元，同比少增 6662 亿元，同比下滑 42.26%。

2. 我们认为央行实行“中国版定向 QE”是为了对冲外汇占款减少导致的流动性减少，而“中国版定向 QE”所释放的资金尚不足以对冲新增外占的大幅下滑。年初至今，“中国版定

向 QE”释放货币总量约为 6165 亿元规模，而外汇占款同比少增加 6662 亿元。



资料来源：WIND, 壹财研究

六、在“中国版定向 QE”无法完全对冲外汇占款增速下滑的情况下，央行公开市场操作在 5 月中旬开始转向净投放，对流动性做进一步补充。今年春节前央行保持净投放向市场提供流动性支持，春节后央行公开市场操作持续回收流动性，进入 4 月又逐渐显示出相对宽松的态势。截止目前央行公开市场操作已连续五周保持净投放，资金净投放额分别为 440 亿元、1200 亿元、200 亿元、730 亿元、1040 亿元，这表明央行可能愿意更积极地采取行动，保持基金面的相对宽松。



资料来源：WIND, 壹财研究