

## 二季度货币政策执行报告的几个关注点

### 一、二季度货币政策执行报告的几个关注点

8月9日晚，央行发布二季度货币政策执行报告，政策表述与此前一致，强调“稳健的货币政策要松紧适度，适时适度进行逆周期调节”，具体有以下几个方面值得关注：**经济仍存在下行压力，与一季度表述一致。**央行认为“中国经济增长保持韧性，继续运行在合理区间，延续总体平稳、稳中有进的发展态势”，“但内外部不确定不稳定因素有所增加，经济仍存在下行压力”。**超额存款准备金率上升，贷款加权平均利率下降，融资成本进一步下降。**6月末，金融机构超额存款准备金率为2.0%，比上年同期高0.2个百分点，较3月末上升0.7个百分点。贷款加权平均利率略有下降，企业贷款加权平均利率继续下行。6月，贷款加权平均利率为5.66%，比3月下降0.03个百分点，同比下降0.28个百分点，同时执行上浮利率的贷款占比略有下降。**明确继续深化利率市场化改革，重点推进贷款利率进一步市场化。**Q1货币政策报告中提到“继续深化利率市场化改革，稳妥推进利率两轨合一轨”。与Q1货币政策报告相比，央行在Q2明确了重点是推进贷款利率市场化，“更好地发挥贷款市场报价利率（LPR）在实际利率形成中的引导作用，降低小微企业融资实际利率”。预计未来贷款基础利率（LPR）将发挥越来越重要的作用。**正确认识包商银行被接管同业业务环境的变化。**央行认为接管包商银行以后，“同业融资条件相对收紧、市场利率分层更加明显等变化，一定程度上是对过去同业业务不规范发展的纠偏，是打破同业刚兑后市场主体风险意识增强的表现，有助于强化市场风险定价机制，约束机构过度扩张的冲动，符合金融供给侧结构性改革的总体方向”。**货币政策表述与此前基本一致，特别强调了对制造业、民营企业中长期融资的支持。**央行表示“稳健的货币政策要松紧适度，适时适度进行逆周期调节，把好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’，广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”。同时提到一季度MPA考核已将制造业中长期贷款和信用贷款纳入，二季度MPA考核中调整了小微和民营企业贷款指标，以引导降准资金全部用于小微和民营企业贷款。**我们认为，在当前总需求偏弱的背景下，仍需要相对宽松的货币环境。**从国际上来看，与美欧日相比，我国货币政策明显更有空间。但短期内，金融资产价格、特别是房价是对货币政策的重要约束。这样的情况下，货币政策宽松空间存在，但宽松幅度相对有限，这也是货币政策稳健、预调微调、不搞“大水漫灌”的主要原因。总体来看，三四季度货币政策仍将保持边际宽松，预计将降准1次，同时随着PPI通缩压力的显现，逆回购、MLF等政策工具利率可能会在9月份之后下调。但如果中美贸易对抗再度升温，有可能降息的时间会提前。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

### 二、全球央行观察

- **中国央行：保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。**
- **美联储：部分官员表示需要进一步降息。**芝加哥联储主席 Evans 表示，预计长期中性利率在 2.75%，风险因素意味着进一步降息可能是合理的。圣路易斯联储主席 Bullard 表示，预期今年再降息一次，9月会议是否降息需要观察经济数据的变化。
- **欧央行：部分官员不认为需要重启 QE。**欧洲央行管委诺沃特尼表示，质疑更多的货币刺激是否有能力显著提振经济，不认为需要重启 QE。
- **其他央行：印度、新西兰、泰国、菲律宾央行降息。**

### 三、文献推荐

- 为什么利率远低于资本回报率（BIS）。

**风险提示：**贸易摩擦加剧造成全球经济增速大幅放缓；英国无协议脱欧造成全球经济不确定性的增加。

正文如下：

### 一、二季度货币政策执行报告的几个关注点

8月9日晚，央行发布二季度货币政策执行报告，政策表述与此前一致，强调“稳健的货币政策要松紧适度，适时适度进行逆周期调节”，具体有以下几个方面值得关注：

**经济仍存在下行压力，与一季度表述一致。**央行认为“中国经济增长保持韧性，继续运行在合理区间，延续总体平稳、稳中有进的发展态势”，“消费、投资增势平稳，贸易顺差同比有所扩大，物价和就业形势保持稳定”，“但内外部不确定不稳定因素有所增加，经济仍存在下行压力”（Q1表述“但外部经济环境总体趋紧，经济仍存在下行压力，结构性矛盾还比较突出”）。

**超额存款准备金率上升，贷款加权平均利率下降，融资成本进一步下降。**6月末，金融机构超额存款准备金率为2.0%，比上年同期高0.2个百分点，较3月末上升0.7个百分点。贷款加权平均利率略有下降，企业贷款加权平均利率继续下行。6月，贷款加权平均利率为5.66%，比3月下降0.03个百分点，同比下降0.28个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为5.94%，比3月下降0.1个百分点，同比下降0.14个百分点；票据融资加权平均利率为3.64%，与3月持平，同比下降1.47个百分点。执行上浮利率的贷款占比略有下降，6月，一般贷款中执行上浮利率的贷款占比为66.2%，比3月下降1.7个百分点；执行基准利率的贷款占比为16.1%，比3月上升0.3个百分点。

**明确继续深化利率市场化改革，重点推进贷款利率进一步市场化。**Q1货币政策报告中提到“继续深化利率市场化改革，稳妥推进利率两轨合一轨”。与Q1货币政策报告相比，央行在Q2明确了重点是推进贷款利率市场化，“更好地发挥贷款市场报价利率（LPR）在实际利率形成中的引导作用，降低小微企业融资实际利率”。预计未来贷款基础利率（LPR）将发挥越来越重要的作用。同时表示“研究完善商业银行贷款市场报价利率机制，更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用”，“与贷款基准利率相比，贷款市场报价利率的市场化程度更高，能更好地反映信贷市场资金供求状况”。央行表示，“随着银行更多运用贷款市场报价利率作为定价参考，有利于进一步疏通政策利率向贷款利率的传导，促进降低贷款实际利率”。同时央行强调，“降低贷款附加费用，确保小微企业融资成本下降”。

**正确认识包商银行被接管同业业务环境的变化。**央行认为接管包商银行以后，“同业融资条件相对收紧、市场利率分层更加明显等变化，一定程度上是对过去同业业务不规范发展的纠偏，是打破同业刚兑后市场主体风险意识增强的表现，有助于强化市场风险定价机制，约束机构过度扩张的冲动，符合金融供给侧结构性改革的总体方向”。强调同业业务“既要做好减法，也要做好加法，避免非理性收缩”，一方面“各类金融机构要减少对同业业务的过度依赖，不能再走同业过度扩张和忽视风险管理的老路，做好自身流动性管理工作”，另一方面“也要做好加法，完善对中小银行的制度性支持，优化我国银行体系结构”。

**货币政策表述与此前基本一致，特别强调了对制造业、民营企业中长期融资的支持。**央行表示“稳健的货币政策要松紧适度，适时适度进行逆周期调节，把

好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’，广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”，“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，进一步降低小微企业融资实际利率”，与政治局会议对制造业中长期贷款的表述一致。同时提到一季度 MPA 考核已将制造业中长期贷款和信用贷款纳入，二季度 MPA 考核中调整了小微和民营企业贷款指标，以引导降准资金全部用于小微和民营企业贷款。

**我们认为，在当前总需求偏弱的背景下，仍需要相对宽松的货币环境。**从国际上来看，与美欧日相比，我国货币政策明显更有空间。短期内，金融资产价格、特别是房价是对货币政策的重要约束，这样的情况下，货币政策宽松空间存在，但宽松幅度相对有限，这也是货币政策稳健、预调微调、不搞“大水漫灌”的主要原因。总体来看，三四季度货币政策仍将保持边际宽松，预计将降准 1 次，同时随着 PPI 通缩压力的显现，逆回购、MLF 等政策工具利率可能会在 9 月份之后下调。但如果中美贸易对抗再度升温，有可能降息的时间会提前。

**具体来看：1) 预计将降准 1 次，同时通过逆回购、MLF 等方式提供流动性。**2019 年以来 DR007 中枢 2.53%，相对 2018 年下半年中枢 2.61% 下降，表明流动性总体充裕。但 DR007 波动性明显较去年提高，因此，为保持流动性在当前中枢下稳定，我们预计逆回购操作的频率将有所提高，以熨平临时性因素导致的流动性波动。同时，我们预计今年还将降准 1 次，以便支持银行体系信贷的合理扩张。准备金率的下调可以降低商业银行机会成本。准备金制度要求商业银行将一定比例的资金存放在中央银行，相当于增加了商业银行的机会成本，这一机会成本等于一般贷款加权平均与法定准备金利率之差。与“税收楔子”原理类似，尽管准备金是直接向商业银行征收的，但实际成本并不完全由商业银行承担，而是根据利率弹性的不同在银行、存款人及贷款人之间分摊，高准备金率会间接推高贷款利率，降准释放的资金可以降低商业银行机会成本。长期来看，我国货币政策调控方式在从数量型向价格型主导转变的过程中，过高的存款准备金率会削弱政策利率的传导效率。

**2) 预计逆回购、MLF 等政策工具利率可能会在 9 月份之后下调。**不过，如果中美贸易对抗再度升温，有可能降息的时间会提前。短期来看，随着三季度 PPI 通缩压力的显现，为避免实际利率的被动走高，需要下调政策利率，降息时间节点也开始临近。从长期来看，也有必要通过降息的方式来收窄利率走廊，完善政策利率调控机制。当前 7 天逆回购利率在引导 DR007 利率中已经开始发挥重要作用，需要进一步将逆回购操作常态化，以便更加清晰的向市场传递货币政策信号。同时，当前我国利率走廊宽度过宽，其中 7 天 SLF 利率为 3.55%，超额准备金利率 0.72%，利率走廊宽度为 283bp。我国与欧元区金融体系相类似，金融危机前欧央行利率走廊宽度为 200bp，相比而言，我国利率走廊宽度过宽，难以有效控制货币市场利率波动。因此，有必要逐步收窄利率走廊，当前超额准备金利率不便于上调，可逐步下调 7 天 SLF 利率与 7 天逆回购利率，这也与当前总需求走弱背景下，降低实体经济融资成本相一致。



## 二、全球央行观察

### 1. 中国央行：保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定

**国内货币市场利率下降。**8月9日，R007、DR007、Shibor3M 分别较上周（8月2日）下降 3.4bp、0.8bp、3.1bp 至 2.65%、2.62%、2.62%。下周有 3830 亿 MLF 到期，预计将续作。8月9日开展了央行票据互换（CBS）操作，操作量 50 亿元，期限 3 个月（91 天），费率 0.10%。

8月5日，针对汇率较大幅度的波动，易纲认为“无论是从中国经济的基本面看，还是从市场供求平衡看，当前的人民币汇率都处于合适水平。虽然近期受到外部不确定性因素影响，人民币汇率有所波动，对人民币继续作为强势货币充满信心。人民银行完全有经验、有能力维护外汇市场平稳运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。中国将继续坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”

**香港货币市场利率回落，Libor-Hibor 利差上升。**8月9日，Hibor 隔夜、1 周、3 个月较上周（8月2日）分别下降 52bp、44bp、2bp 至 0.44%、1.00%、2.24%；1 周 Libor-Hibor 利差升至 85bp。

### 2. 美联储：部分官员表示需要进一步降息

芝加哥联储主席 Evans 表示，预计长期中性利率在 2.75%；风险因素意味着进一步降息可能是合理的。

圣路易斯联储主席 Bullard 表示，预期今年再降息一次；9 月会议是否降息需要观察经济数据的变化。

旧金山联储主席 Daly 表示，全球经济增速和贸易不确定性可能进一步压低了中性利率，是上周降息的一个原因。

### 3. 欧央行：部分官员不认为需要重启 QE

欧洲央行管委诺沃特尼表示，质疑更多的货币刺激是否有能力显著提振经济；不认为需要重启 QE。

### 4. 其他央行：印度、新西兰、泰国、菲律宾央行降息

8月8日，菲律宾央行将基准利率下调 25bp 至 4.25%，是年内第二次降息；

8月7日，新西兰联储下调现金利率 50bp 至 1.0%，是年内第二次降息；

泰国央行下调基准利率 25bp 至 1.5%；

印度央行下调基准利率 35bp 至 5.40%，为年内第四次降息。

8月6日，澳洲联储维持政策利率 1% 不变。

## 三、文献推荐

### 为什么利率远低于资本回报率

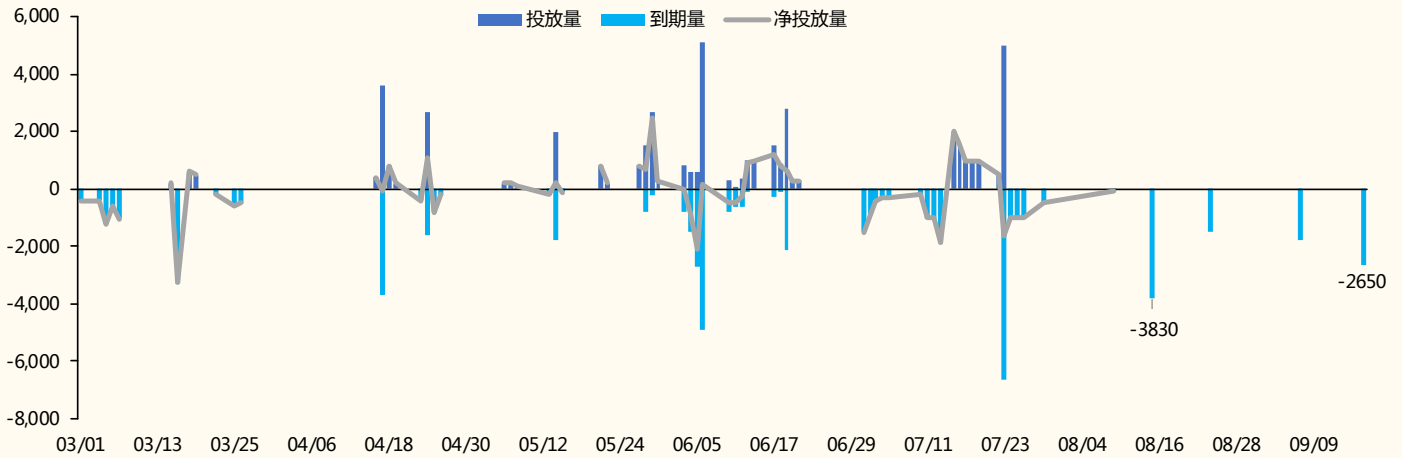
Magali Marx, Benoit Mojon, François R. Velde

（来源：BIS，地址：<https://www.bis.org/publ/work794.pdf>）

自 20 世纪 80 年代以来，无风险利率一直在下降，而资本回报则没有。我们运用具有递归偏好的校准重叠模型分析这一趋势，以包含许多关于长期停滞的研

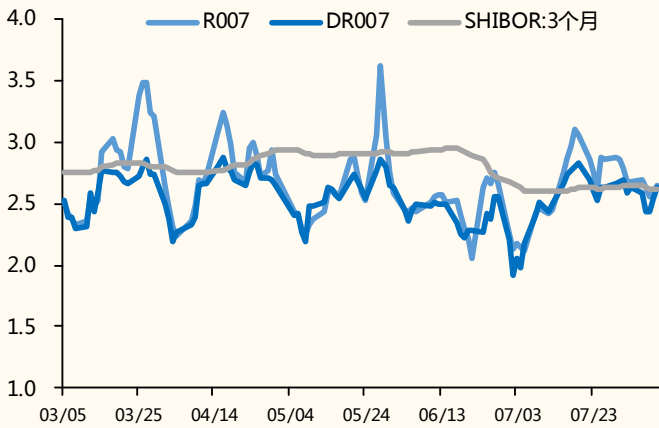
究中引用的“常见可能性”。去杠杆化不能解释无风险利率的下降和风险溢价的上升，劳动力和生产率增长的下降意味着实际利率的下降幅度有限。如果我们允许（感知的）生产率增长风险发生变化来拟合数据，无风险利率的下降意味着增加模型中负债方的借贷能力，这与危机以来公共和私人债务的持续增长相一致。

图表 1：近几个月中国央行公开市场资金净投放概览（亿元）



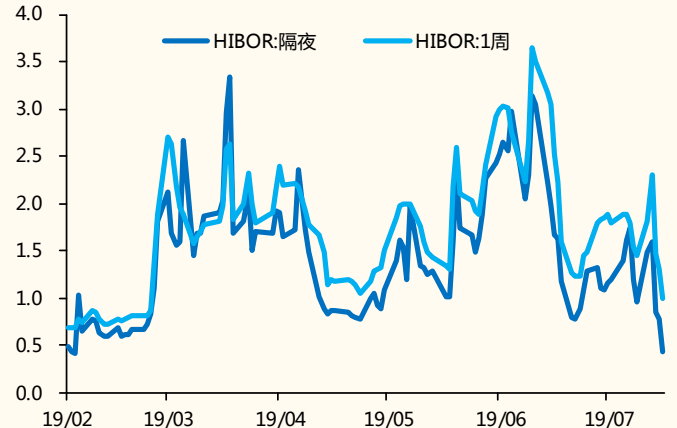
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：国内货币市场利率下降（%）



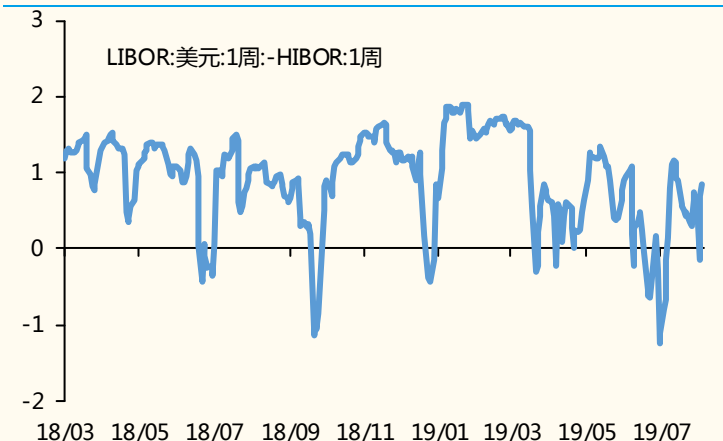
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：香港货币市场利率小幅回落（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4: Libor-Hibor 利差回升 (%)



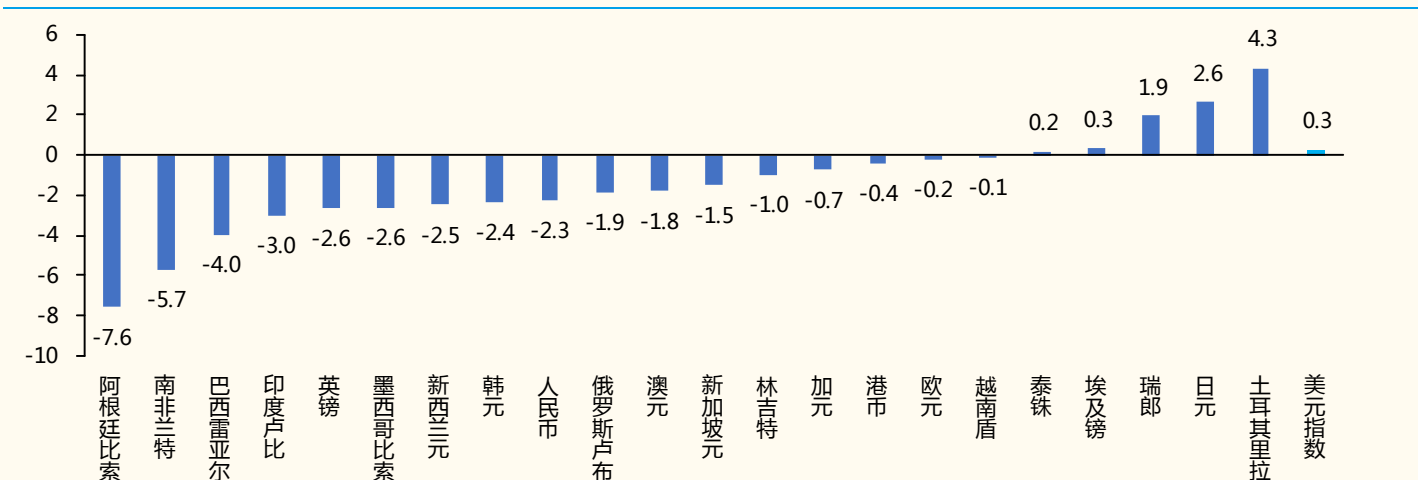
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: CME 数据显示的美联储降息概率 (8.9)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 200-225bp)				
	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225
2019/9/18			23.5%	76.5%	0.00%
2019/10/30	0.0%	16.6%	60.9%	22.5%	0.00%
2019/12/11	8.3%	38.8%	41.7%	11.2%	0.00%
2020/1/29	21.1%	40.0%	28.9%	6.5%	0.00%
2020/3/18	26.2%	37.0%	22.9%	4.8%	0.00%
2020/4/29	28.3%	34.3%	19.4%	3.9%	0.00%

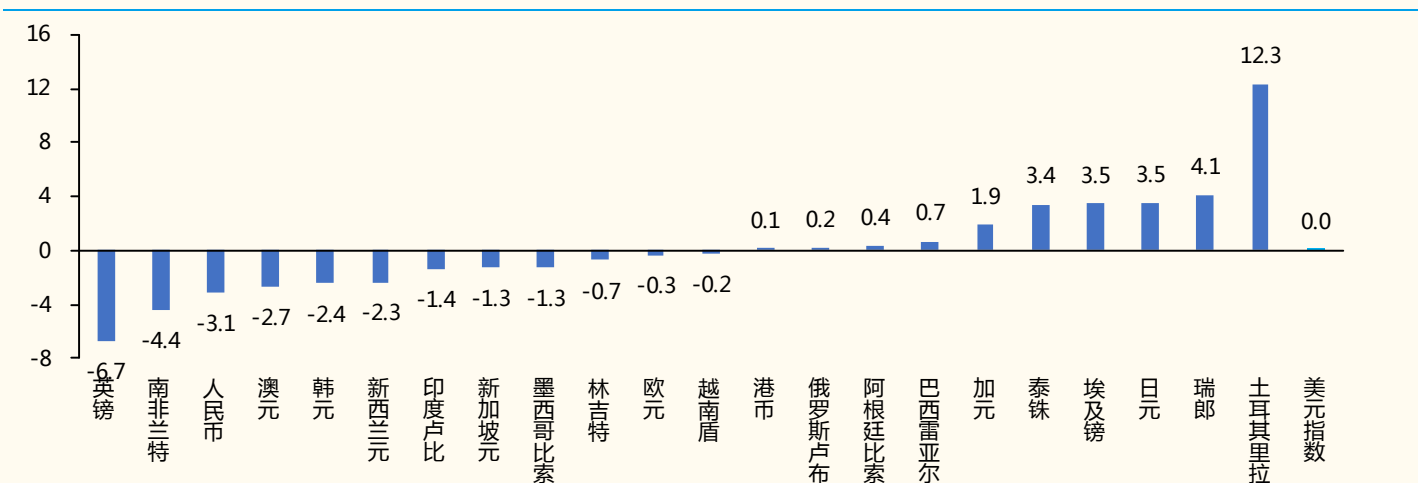
来源: CME, 国金证券研究所

图表 6: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



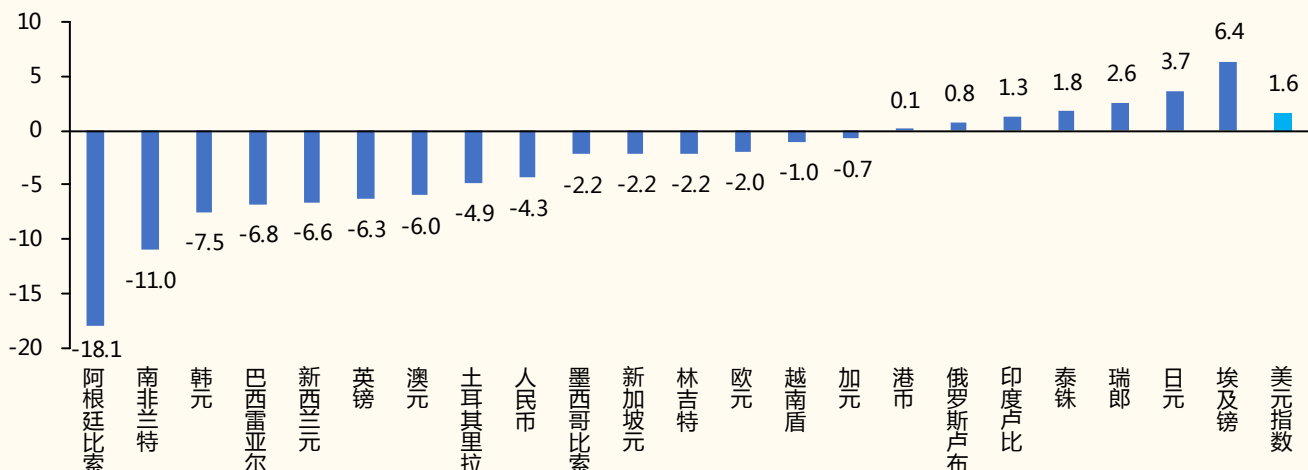
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 近三个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8：近半年主要货币汇率相对美元变动幅度（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：上周中国央行公开市场操作表述

日期	上周中国央行公开市场操作表述
8月9日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。
8月8日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。
8月7日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。
8月6日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。
8月5日	目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平，不开展逆回购操作。

来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 10：上周美联储官员关于货币政策的言论

日期	美联储官员	投票权	上周讲话要点
8月8日	芝加哥联储主席 Evans	2019年	预计长期中性利率在2.75%；风险因素意味着进一步降息可能是合理的。
8月7日	圣路易斯联储主席 Bullard	2019年	预期今年再降息一次；9月会议上是否降息需要观察经济数据的变化。
8月6日	旧金山联储主席 Daly	2021年	全球经济增速和贸易不确定性可能进一步压低了中性利率，是上周降息的一个原因。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 11：上周欧央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	上周讲话要点
8月5日	欧洲央行管委诺沃特尼	质疑更多的货币刺激是否有能力显著提振经济；不认为需要重启QE。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 12: 上周其他国家央行官员关于货币政策的言论

国家	日期	央行官员	上周讲话要点
澳大利亚	8月9日	澳洲联储主席洛威	将在较长时间内保持利率在低位
新西兰	8月8日	新西兰联储助理行长 Hawkesby	降息50bp利率前景更为平衡, 仍有可能需要下降官方现金利率 (OCR), 全球经济环境以及国内企业信心是利率前景面临的主要下行风险。
	8月8日	新西兰联储主席奥尔	若消费者信心、商业信心和政府支出表现不如预期, 将需要进一步降息。负利率是可能考虑采取的措施。
巴西	8月8日	巴西央行行长内托	全球经济增速将在长时间内处于更低水平。
韩国	8月7日	韩国央行行长李柱烈	如有必要可能考虑再次降息, 但现在还不是谈论进一步降息的合适时机。

来源: Wind, 国金证券研究所整理

图表 13: 当前全球主要央行政策利率 (%)

	国家	日期	最新利率 (%)	2019 变化次数	2019 变化日期	变化幅度 (%)
无变化	日本:政策目标利率	2016-02-16	-0.10	0		
	欧元区:基准利率(主要再融资利率)	2016-03-16	0.00	0		
	英国:再回购利率	2018-08-02	0.75	0		
	中国台湾:担保放款融通利率	2016-07-01	1.75	0		
	加拿大:隔夜目标利率	2018-10-24	1.75	0		
	瑞士:3个月 LIBOR 目标利率	2015-01-15	-0.75	0		
	丹麦:贴现利率	2012-07-06	0.00	0		
	瑞典:再回购利率	2019-01-09	-0.25	0		
	保加利亚:基本利率	2015-01-01	0.01	0		
	匈牙利:基准利率	2016-05-25	0.90	0		
	波兰:28日再回购利率	2015-03-05	1.50	0		
	以色列:基准利率	2018-11-29	0.25	0		
	埃及:贴现利率	2018-03-29	17.25	0		
	墨西哥:基准利率	2018-12-20	8.25	0		
美国:联邦基金目标利率	2019-08-01	2.25	1	8/1	2.50-2.25	
巴西:隔夜利率	2019-08-01	6.00	1	8/1	6.50-6.00	
泰国:隔夜利率	2019-08-07	1.50	1	8/7	1.75-1.50	
中国香港:贴现窗基本利率	2019-08-01	2.50	1	8/1	2.75-2.50	
土耳其:一周回购利率	2019-07-26	19.75	1	7/26	24.0-19.75	

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_10837](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10837)

