

未来货币政策留有充足空间

宏观定期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

郑嘉伟（联系人）

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280519040001

● 2018年下半年以来货币政策转向有效遏制经济下行压力。

面对2018年上半年国内信用收缩压力，央行超出市场预期，并未跟随美联储继续加息，而是为了对冲中美贸易摩擦带来的不确定性以及6月到期的税期高峰、政府债券发行缴款和缴存准备金等流动性冲击，在坚持稳健中性货币政策基础上，加大结构性货币政策工具使用，从2018年下半年至2019年一季度，央行通过降准和定向降准发挥货币政策逆周期调节作用，释放长期资金，结合结构性货币政策工具，降低小微和民营企业融资成本，并配合积极财政政策，有效的对冲了我国经济下行压力，2019年一季度我国整体经济增速为6.4%，结束了连续三个季度的下滑，经济基本面表现出较强的韧性，超出市场预期。

● 货币政策由量向质的转变：以金融供给侧结构性改革为重心

在2019年一季度经济下行趋势得到缓解背景下，央行表态，之前并没有放松，现在也谈不上收紧，要保持货币增速与名义经济增速相匹配。这也就意味着货币政策着力点将从量的方向向质的转变，着力于金融补短板，允许个别金融机构在竞争中破产倒闭，既防止货币条件过紧引发信用收缩、经济下滑风险，也要防止大水漫灌，导致加剧市场扭曲和继续积累杠杆的风险。央行持续从金融供给侧结构性改革方面发力：一是建立“三档两优”存款准备金率新框架；二是实现货币政策调控从数量向价格转型，积极推动利率“并轨”；三是以CBS为突破口，鼓励商业银行发行永续债多渠道补充资本；四是对流动性风险较高商业银行进行监管，避免出现信用风险。未来金融供给侧结构性改革依然是重点。央行将通过多种方式呵护，逐步提高中小银行公司治理水平，加大政策扶持力度，提高中小银行服务实体经济的能力。

● 什么因素会触发央行再次降息降准？

通过易纲行长的采访以及央行之前的操作，未来央行货币政策转向主要基于以下几方面因素：一是中美贸易摩擦进一步升级；二是国内经济下行压力较大；三是国内通胀水平和海外市场的变化。

● 央行降息降准，有何影响？

近期通胀水平回升和汇率贬值压力以及宏观杠杆率上升成为央行货币政策的掣肘，但随着天气转暖，水果供给增加，食品通胀整体可控；海外降息潮将会显著降低人民币贬值压力，为了缓解中小银行流动性压力，央行未来货币政策空间充足。央行降息降准有利于信用风险修复和权益类资产价格走强。在经济下行和外部贸易摩擦压力共同作用下，国内宏观政策或发生微调。单从货币政策来看，央行降息降准，银行间狭义流动性将得到较大幅度的改善，充足的流动性有助于商业银行风险偏好的修复，也有助于权益类资产价格走强。从债市影响来看，央行降息降准，将会直接降低无风险利率，有助于利率债收益率进一步下行。同时宽松货币政策也会推动信用债整体迎来机遇。

● 风险提示：政策转向；外部环境波动

相关报告

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

贷款需求旺盛，经济有望逐步企稳——2019年第一季度央行问卷调查点评

2019-03-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设CBS并非中国版QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 2018 年下半年以来货币政策转向有效遏制经济下行压力	3
2、 货币政策由量向质的转变：以金融供给侧结构性改革为重心	4
3、 什么因素会触发央行再次降息降准？	5
4、 央行降息降准，有何影响？	5
5、 大类资产观察（2019.6.3-2019.6.9）	6
5.1、 股票市场	6
5.2、 债券市场	7
5.3、 外汇市场	7
5.4、 大宗商品市场	8

图表目录

图 1： 发达经济体主要资本市场表现	6
图 2： 新兴经济体主要资本市场表现	6
图 3： 中债国债到期收益率曲线	7
图 4： 美国国债到期收益率曲线	7
图 5： 美元指数与人民币汇率	8
图 6： 日元、欧元、英镑兑美元汇率	8
图 7： 原油期货价格指数	8
图 8： 黄金价格指数	8
图 9： 南华商品涨跌幅度	8
图 10： 南华农产品涨跌幅度	8
图 11： 南华能化涨跌幅度	9
图 12： 南华工业涨跌幅度	9
图 13： 南华金属涨跌幅度	9
图 14： 南华贵金属涨跌幅度	9
表 1： 央行几轮降准时间、释放流动性和操作方式	3

2019年6月7日，央行行长易纲在接受采访时表示，如果中美贸易摩擦升级，我们的货币政策将有效应对，在利率、存款准备金率上央行有足够的政策空间，非常有信心保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

1、2018年下半年以来货币政策转向有效遏制经济下行压力

北京时间2018年6月14日，美联储议息会议宣布加息25个基点，将联邦基金利率上调至1.75%-2.00%区间，为2015年12月开启本轮加息周期的第7次加息，10年期美债收益率上行至2.87%。但是面对国内信用收缩压力，央行超出市场预期，并未随行就市上调公开市场操作利率，而是为了对冲中美贸易摩擦带来的不确定性以及6月到期的税期高峰、政府债券发行缴款和缴存准备金等流动性冲击，在坚持稳健中性货币政策基础上，加大结构性货币政策工具使用，通过定向降准0.5个百分点，释放7000亿元长期资金等手段，增强小微信贷供给能力。之后又连续降准和定向降准三轮，金融机构整体存款准备金率下调200BP。2018年6月底和国务院常务会议和7月初的中央政治局会议标志着政策的全面调整，政策重心向稳增长转变。

2018年下半年至今，央行通过降准和定向降准发挥货币政策逆周期调节作用，释放长期资金，结合结构性货币政策工具，降低中小微和民营企业融资成本，并配合积极财政政策，有效得对冲了我国经济下行压力，2019年一季度我国整体经济增速为6.4%，结束了连续三个季度的下滑，经济基本面表现出较强的韧性，超出市场预期。

表1：央行几轮降准时间、释放流动性和操作方式

	时间	释放流动性	操作方式
第一轮	2018年1月25日	4500亿元	普惠金融定向降准
第二轮	2018年4月25日	置换到期的MLF9000亿元，同时释放增量资金约4000亿元	定向降准0.5个百分点
第三轮	2018年7月5日	可释放资金7000亿元，其下调国有大型商业银行、股份制商业银行5000亿元用于债转股，业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行2000亿元用于小微企业贷，非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点	
第四轮	2018年10月15日	对冲到期的MLF4500亿元，可再释放增量资金约7500亿元	下调部分金融机构人民币存款准备金率1个百分点
第五轮	2019年1月4日和1月25日	对冲春节前现金投放造成的流动性波动和到期的MLF，净释放资金约8000亿元	下调金融机构存款准备金率1个百分点
第六轮	2019年5月15日	构建中小银行低存款准备金率框架，分三批于5月15日、6月17日和7月15日实施到位，释放长期资金约2800亿元。	对于对聚焦当地、服务县域的中小银行，存款准备金率降至8%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、货币政策由量向质转变：以金融供给侧结构性改革为重心

在 2019 年一季度经济下行趋势得到缓解背景下，央行认为国内经济有较强韧性，由于结构性痼疾，未来货币政策调控应更加注重结构性货币政策工具的使用，在保持宏观杠杆率稳定的同时，引导货币市场利率下行，优化信贷政策投放效果，加大对民营和中小微企业支持力度。同时央行表态，货币政策之前并没有放松，现在也谈不上收紧，要保持货币增速与名义经济增速相匹配。这也就意味着未来货币政策着力点将从量向质转变，在坚持金融供给侧结构性改革为主线中，着力于金融补短板，提高金融服务的质量和效率，允许个别金融机构在竞争中破产倒闭，既防止货币条件过紧引发信用收缩、经济下滑的风险，也要防止大水漫灌，导致加剧市场扭曲和继续积累杠杆的风险。为了营造良好的货币政策环境，央行持续从金融供给侧结构性改革方面发力：

一是建立“三档两优”存款准备金率新框架。央行经过多轮降准和定向降准之后，对全面降准更加慎重，为了加大中小微和民企支持力度，通过构架中小银行“三档两优”的存款准备金率新框架，从机制上引导更多农村金融机构服务县域，加强对“三农”和中小微企业的支持。此次改革主要是针对资产规模小于 100 亿元的县域农商行，通过建立“三档两优”存款准备金率新框架推动 1000 家县域农商行存款准备金将整体从平均 10% 左右水平降至 8%，净释放长期资金 2800 亿元，相当于一次定向降准。“三档两优”存款准备金率新框架：一是有助于降低中小微企业融资成本。二是通过“精准滴灌”推动宽信用效果，逐步推动实体经济企稳。三是有利于中小微和民营企业发展，提高金融服务实体经济的能力，体现了货币政策在促进普惠金融发展与防范金融风险、维护金融稳定之间的平衡。

二是实现货币政策调控从数量向价格转型，积极推动利率“并轨”。自 2018 年一季度央行提出我国利率市场化改革还有一些“硬骨头”，目前存贷款基准利率和市场利率“两轨”并存，央行已经连续 5 次货币政策执行报告中提出利率并轨的问题，显示我国货币政策调控从数量型向价格型转变只剩下硬骨头。当然央行在推动利率并轨时强调，既不急于求成，也不会停滞不前，显示利率市场化并非一蹴而就。利率并轨的当务之急便是：一是需要央行结合国际经验，进一步培育市场化贷款定价机制，通过建立美国、日本、印度等经济体类似贷款基础利率（LPR）的市场化报价机制，作为金融机构贷款利率定价的参考，提高 LPR 对市场利率敏感度，逐步接近货币市场利率波动；二是激活我国金融机构 LPR 集中报价和发布机制，扩大以 LPR 定价为基准的贷款范围、规模与期限，将同业拆借和普通贷款均纳入以 LPR 定价为基础的范围；三是建立 LPR 与银行间质押回购加权利率或上海同业拆借利率（shibor）之间的联动关系，最终影响商业银行的贷款利率和同业拆借利率，也降低利率并轨对市场的冲击。

三是以 CBS 为突破口，鼓励商业银行发行永续债多渠道补充资本。为提高银行永续债流动性，支持银行发行永续债补充其他一级资本，央行创设央行票据互换工具（CBS），公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从中国人民银行换入央行票据。同时，将主体评级不低于 AA 级的银行永续债纳入央行 MLF、TMLF、SLF 和再贷款的合格担保品范围。其实央行创设 CBS，一是可以缓解监管趋严，部分商业银行业面临一定资本补充压力；二是增加商业银行资本补充工具；三是加快商业银行资本补充工具创新、多方面拓宽商业银行资本补充渠道。央行创造 CBS 通过使用央票质押融资，风险资本计提为 0，不再占用其他商业银行风险资本，增强资本市场认购银行永续债的意愿，提高银行永续债的市场流动性，鼓励机构投资者积极认购永续债。

四是对流动性风险较高商业银行进行监管，避免出现信用风险。由于包商银行出现严重信用危机，触发了法定接管条件，近期央行依法对其进行接管。监管之后，包行 520 万个人储户和 20 余万个人理财客户以及债权金额在 5000 万及以下 2.5 万户对公和同业客户已得到全额保障，5000 万元以上同一大额债权人的本息预计平均保障比例不低于 80%，可见接管托管工作进展顺利。同时在同业市场，包行发行同业存单已得到市场认可，大额债权收购与转让也在有序推进。有助于极大缓解市场对于我国近 10 万亿元规模同业存单市场的恐慌，降低了同业存单通过同业链条影响货币基金赎回的压力和对整个金融市场的风险冲击。随着央行表态近期并没有继续接管其他金融机构的计划，未来整个金融系统的流动性将会保持稳定，中小银行流动性并不会受到比较大的冲击。同时商业银行打破刚兑，有助于利率市场化改革推进。未来金融供给侧结构性改革依然是重点。央行将通过多种方式，逐步提高中小银行公司治理水平，加大政策扶持力度，提高中小银行服务实体经济的能力。

3、什么因素会触发央行再次降息降准？

通过易纲行长的采访以及央行之前的操作可知，未来央行货币政策转向可能主要基于以下几方面因素：一是中美贸易摩擦进一步升级；二是国内经济下行压力较大；三是国内通胀水平和海外市场变化。

中美贸易摩擦进一步升级。5 月，中美第十一轮贸易谈判受阻，美国将中国出口到美国的 2000 亿美元商品加征关税的税率由 10% 提升到 25%，随后又启动了对中国出口美国 3000 亿美元商品加征关税的程序；同时 5 月中下旬，美国将中国的一些企业纳入到出口管制实体清单，采取各种措施遏制国内高科技企业发展，贸易摩擦升级。为此，国办发表《关于中美经贸磋商的中方立场》白皮书，表明中方立场。未来假如美国进一步对输美的 3000 亿美元商品加征关税，那么中国不排除采取降息降准的措施，维持国内经济稳定，以应对中美贸易摩擦升级对国内经济的冲突。

经济下行压力进一步增加。5 月 PMI 数据显示国内供需出现回落，在外需加快下滑背景下，就业压力较大，未来经济复苏较为反复。同时上周，IMF 重置了今年 4 月初对 2019 年中国 GDP 增长预测的调整，从 6.3% 拨回至 6.2%。2020 年增长预期下调到 6.0%。一旦外部环境变化导致贸易摩擦升级，经济将会有进一步下行压力，倒逼央行实施额外宽松货币政策。

美联储降息，全球流动性迎来拐点。上周，澳大利亚联储自 2016 年 8 月以来首次下调基准利率，宣布降息 25 基点至 1.25%，成为创纪录低点；随后印度央行降息 25 个基点至 5.75%；欧央行也鸽派表示，在贸易摩擦加剧对实体经济冲击，叠加英国脱欧的不确定性和意大利财政紧张，欧元区经济下行风险增加，宣布不排除重启 QE 和降息的可能；同时根据美联储主席表态和联邦基金利率期货显示，2019 年内美联储降息概率升至 98.3%。未来随着全球流动性迎来宽松，央行迎来重启降息降准的窗口。

4、央行降息降准，有何影响？

2019 年一季度我国经济取得的成绩实属不易，当前经济实际增速与潜在增速非常相近，在产出缺口接近零时，通过货币政策刺激经济的效果将会大打折扣，只会带来通胀水平的上升，同时近期通胀水平回升和汇率贬值压力以及宏观杠杆率上升成为央行货币政策的掣肘，但随着天气转暖，水果供给增加，食品通胀整体可控；海外降息潮将会显著降低人民币贬值压力，为了缓解中小银行流动性压力，央行未

来货币政策空间充足。因此，在经济增速缺口接近零时，货币政策或将更加中性。但是随着外部贸易摩擦升级和海外央行降息，不排除央行降息降准的可能。

有利于信用风险修复和权益类资产价格走强。在经济下行和外部贸易摩擦压力共同作用下，国内宏观政策或发生微调。单从货币政策来看，央行降息降准，银行间狭义流动性将得到较大幅度的改善，问题是如何传导至广义流动性成为关键。如果央行进一步采取宽松货币政策，那么首先将会降低银行间资金利率水平，充足的流动性有助于商业银行风险偏好的修复，也有助于权益类资产价格走强。同时在MPA考核上鼓励加大信贷投放力度（尤其是对中小微和民营企业），并在必要时为银行补充资本提供支持，有助于宽信用的进一步修复。

从债市影响来看，央行降息降准，将会直接降低无风险利率，有助于利率债收益率进一步下行。同时美联储若降息，将会打开国内货币政策空间，利率债收益率下行空间也会进一步打开，投资者在顺势而为的同时控制好杠杆和久期。同时宽松货币政策也会推动信用债回暖，得益于信用供给增加的预期，个券反弹机会可以考虑择优参与，随着整体宽信用进程，信用债整体性也会迎来机遇。

5、大类资产观察（2019.6.3-2019.6.9）

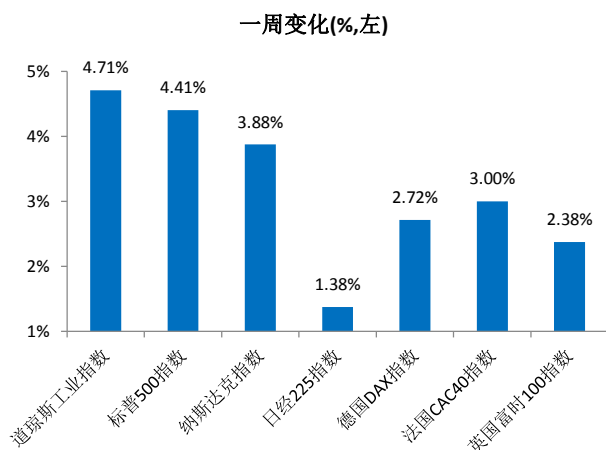
5.1、股票市场

在美联储降息预期刺激下美三大股指创2018年12月以来最大单周涨幅。上周，美国5月非农就业人数增加7.5万人，创三个月来最低水平，不及预期的一半，环比修正后4月非农就业的26.3万，下滑了18.8万人。美国经济增长前景低于市场预期，导致市场认为美联储降息概率大增。根据联邦基金利率期货显示，2019年内美联储降息概率升至98.3%，降息三次的概率升至50%以上。全球货币政策边际宽松，短期流动性较为充裕。其中，道指结束六周连跌，周涨4.71%，报25983.94点；标普500指数结束四周连跌，周涨4.41%，报2873.34点；纳指结束四周连跌，周涨3.88%，报7742.10点。美股科技股方面微软大涨，股价创历史新高。

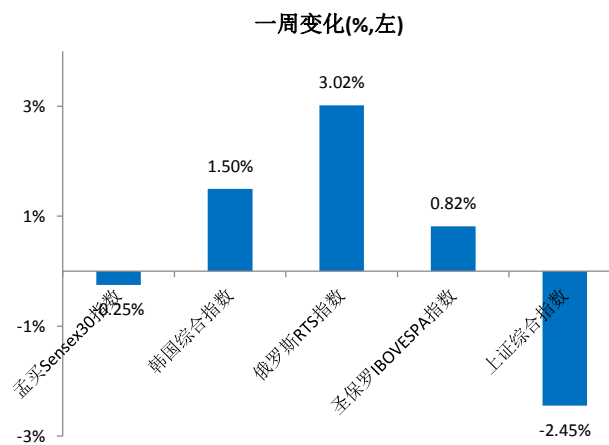
欧洲方面，三大股指集体收涨。在美联储降息和美股大涨刺激下，德国DAX指数周涨2.72%，报12045.38点；法国CAC40指数周涨3%，报5364.05点；英国富时100指数周涨2.38%，报7331.94点。亚太方面，日经225指数周涨1.38%，报20884.71点；上证综指周跌2.45%，收于2827.80点，创调整以来新低。

图1：发达经济体主要资本市场表现

图2：新兴经济体主要资本市场表现



资料来源: Wind, 新时代证券研究所



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

5.2、债券市场

美国收益率进一步倒挂，各期限国债收益率普遍下跌。经济数据不及预期，美联储降息预期下，10年期美债收益率与2个月美债收益率倒挂幅度进一步扩大至23BP。其中1年期美债收益率跌幅最大，下行24BP至1.97%；3年期美债收益率下行8BP至1.82%；5年期美债收益率下行8BP至，报1.85%；10年期美债收益率创2017年9月以来新低，下行5BP至2.09%。

国内债券市场：国债期限利差收窄，收益率多数下行。上周，央行超量续作MLF后流动性整体宽松，国债期货10年期主力合约继续上扬，全周累计涨幅0.585%；5年期主力合约全周累计涨幅0.27%。国债收益率出现显著下行，10年期国债收益率下行幅度最大，逼近3.2%。其中1年期国债收益率下行4.22BP至2.6542%；5年期、7年期国债收益率分别下行1.17BP、5.44BP。10年期长端收益率下行6.14BP至3.2136%，10Y-1Y期限利差收窄3.67BP至55.94BP。

图3：中债国债到期收益率曲线

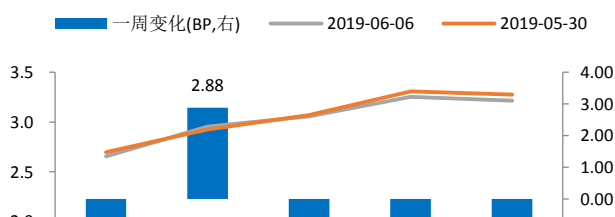
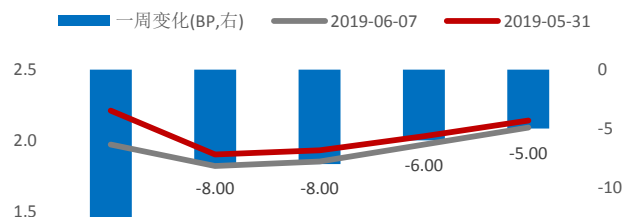


图4：美国国债到期收益率曲线



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_12123

