

货币政策的四个关键词

——2019年一季度货币政策执行报告简评

报告摘要

- 2019年一季度货币政策执行报告出炉。通读本篇报告，我们认为主要突出了四个关键词：稳健，结构，改革，余地。
- 稳健。下一阶段货币政策稳健的内涵主要在于：1) 继续“着力缓解流动性、资本和利率约束”，鼓励银行主动加大对实体经济的支持力度。2) 更加注重贷款投放节奏的平滑。3) 总量适度，“引导广义货币M2与国内生产总值名义增速相匹配”。4) 充分发挥窗口指导和信贷政策的结构引导作用。
- 结构。“深化金融供给侧结构性改革”是本次货币政策执行报告的一大重点。专栏一“以适度的货币增长支持高质量发展”和专栏六“结构性去杠杆与稳健的货币政策”，都落脚到这一点上。报告指出“当前我国经济运行保持在合理区间，是在不搞‘大水漫灌’的情况下实现的”，所依赖的正是结构性的方式；稳健的货币政策与结构性去杠杆并非矛盾，而是相辅相成的，要“将推进供给侧结构性改革与加强信贷政策结构性调整有机结合”。
- 改革。专栏三指出，未来利率市场化的重点可能是将贷款基准利率（LPR）打造成贷款利率的锚。不过，考虑到当前LPR缺乏波动，要求降低小微企业贷款利率的政策又与利率市场化的初衷相悖，贷款利率的市场化改革是个方向，并非可以一蹴而就。专栏四提到，“金融业对外开放将与汇率形成机制改革和资本项目可兑换进程相互配合，共同推进”。在中美贸易冲突反复，中国出口下行压力增大的情况下，在经济上要求人民币汇率更有弹性，人民币汇改与金融对外开放的共同推进值得期待。
- 余地。在中美贸易冲突加剧，经济内生动能有待夯实的情况下，货币政策在进一步放松上，也留有因时因势、预调微调的余地。1) 有降准空间。2) 加权贷款利率在“一般贷款”牵引下不降反升，可能与城投平台等融资回表挤占信贷额度有关。结合降低小微企业融资成本的诉求，“结构性”降息手段仍在政策工具箱当中。3) 结构性货币政策可以配合促进全要素生产率提升，进而提升中国经济的体质和韧性。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



2019年一季度货币政策执行报告出炉。通读本篇报告，我们认为主要突出了四个关键词：**稳健、结构、改革、余地**。**稳健**：当前货币政策放松和收敛的态度都不明显，在缓解银行信贷投放约束的基础上，更加注重总量适度和节奏平滑；**结构**：结构性货币政策是发力重点，目标是将金融资源疏导至高质量制造业、现代服务业、国家重大战略、民生普惠领域等重点领域和薄弱环节；**改革**：将要稳妥推进的改革包括，利率“两轨合一轨”、金融对外开放及汇率制度改革；**余地**：在中美贸易冲突加剧，经济内生动能有待夯实的情况下，有因时因势、预调微调的空间。

1、稳健

我们认为，下一阶段货币政策稳健的内涵主要在于四个方面。

1) 继续“着力缓解流动性、资本和利率约束”，鼓励银行主动加大对实体经济的支持力度。流动性方面，体现为继续维护货币市场利率平稳运行。本次报告提到“对地方法人金融机构按需足额提供短期流动性支持，发挥常备借贷便利利率作为利率走廊上限的作用”。我们也注意到今年以来，R007利率一直没有突破7天SLF利率，利率走廊的上限得到事实上的强化（图表1）。资本方面，体现为帮助商业银行进一步通过二级资本债券、永续债、CBS等工具充实资本。利率方面，体现为通过“维护存款市场竞争秩序”和“适当增加同业负债占比考核弹性”的方式，“保持银行负债端成本基本稳定”。

2) 更加注重贷款投放节奏的平滑。一季度央行“调整MPA考核中信贷节奏相关分项，督促金融机构把握好政策的‘度’，避免信贷投放大起大落”。

3) 总量适度，“引导广义货币M2与国内生产总值名义增速相匹配”。专栏一对此做了详细阐述，指出要实现这一点需要配合结构性的办法：一是优化信贷结构，二是提高存量货币的流动速度和周转效率。

4) 充分发挥窗口指导和信贷政策的结构引导作用。报告指出，“将推进供给侧结构性改革与加强信贷政策结构性调整有机结合，做好制造业高质量发展、优化现代服务业、国家重大战略、民生普惠领域等金融服务，引导金融资源配置到经济社会发展重点领域、薄弱环节，满足实体经济融资需求”。

2、结构

“深化金融供给侧结构性改革”是本次货币政策执行报告的一大重点。专栏一“以适度的货币增长支持高质量发展”和专栏六“结构性去杠杆与稳健的货币政策”，都落脚到这一点上。

专栏一指出：“在经济转型期需要更加重视对银行行为的引导。不仅要通过建立激励相容机制，提升银行服务实体经济的意愿与能力，还要合理运用资本与流动性工具，引导商业银行加强自身的风险管理，优化信贷资源的配置，提升银行服务实体经济的效率”。“当前我国经济运行保持在合理区间，是在不搞‘大水漫灌’的情况下实现的，成果来之不易”，所依赖的正是结构性的方式：一是，“不断优化信贷结构，中长期贷款、普惠小微贷款和民营企业贷款占比不断提高”；二是，“提高存量货币流通速度和资金周转效率，在防范风险的同时发挥存量货币的作用”。

专栏六指出：稳健的货币政策与结构性去杠杆并非矛盾，而是相辅相成的，要“将推进供给侧结构性改革与加强信贷政策结构性调整有机结合”。“若货币政策失之于松，虽然存量债务短期内可以获得更大的转圜余地，但也可能导致新增债务无序扩张，催生经济体系资金空转、脱实向虚。若货币政策失之于紧，虽然可以比较有力地控制新增债务，但也可能导致存量债务兑付压力过大，造成信贷、债券市场等偿付紧张。可见，结构性去杠杆过程中货币政策过松或过紧都有可能偏离维

护金融稳定、促进经济持续健康发展的初衷”。“适当运用结构性货币政策工具……有助于……有保有压、稳妥高效地推进结构性去杠杆”；“结构性去杠杆过程中，必要的市场出清也能更好释放沉淀资源、提高资金效率，疏通货币政策传导，形成良性循环”。

3、改革

专栏二、三、四讲述的都是货币政策“改革”的内容，包括存款准备金框架改革、利率市场化改革和金融对外开放：专栏二介绍了5月6日宣布实行的“‘三档两优’存款准备金率新框架”；专栏三“稳妥推进利率‘两轨合一轨’”，是对利率市场化改革的近期展望；专栏四“中国金融开放取得积极成果”提出了金融对外开放的三条原则。

专栏三指出，未来利率市场化的重点可能是将贷款基础利率（LPR）打造成贷款利率的锚。“深化利率市场化改革，目前的重点是推动贷款利率‘两轨合一轨’，这有利于增强市场竞争，促使金融机构更准确地进行风险定价，降低风险溢价，并进一步疏通货币市场利率向贷款利率的传导，促进降低小微企业融资成本”。“借鉴国际经验，2013年10月25日，我国的LPR集中报价和发布机制正式运行……自正式运行以来，LPR的市场认可度和公信力逐步增强，已成为金融机构贷款利率定价的重要参考”。不过，考虑到当前LPR缺乏波动，要求降低小微企业贷款利率的政策又与利率市场化的初衷相悖，因此，贷款利率的市场化改革是个方向，但并非一蹴而就。同时，存款端仍然需要“继续发挥好市场利率定价自律机制作用，维护存款市场竞争秩序，保持银行负债端成本基本稳定，为降低企业融资成本创造有利条件。”

专栏四回顾了中国金融对外开放已取得的成果，“下一步中国金融业开放将继续遵循三条原则：一是，准入前国民待遇和负面清单原则；二是，金融业对外开放将与汇率形成机制改革和资本项目可兑换进程相互配合，共同推进；三是，在开放的同时重视防范金融风险，使金融监管能力与金融开放度相匹配”。需要注意的是第二条，本次货币政策执行报告发布的时点，正值人民币汇率当周贬值超千点，离岸、在岸汇率双双冲破6.9。央行在报告中指出，“处理好内部均衡和外部均衡之间的平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，同时“稳步深化汇率市场化改革”。在中美贸易冲突反复，中国出口下行压力增大的情况下，在经济上要求人民币汇率更有弹性。

4、余地

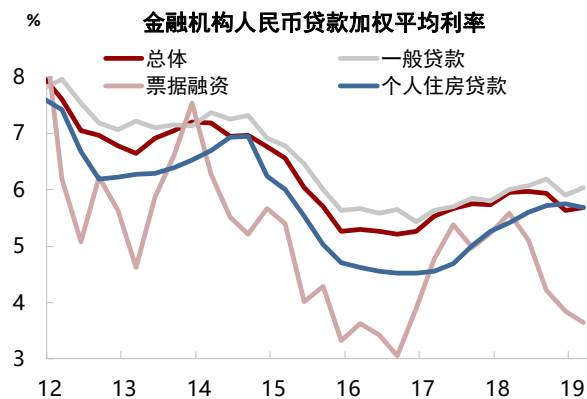
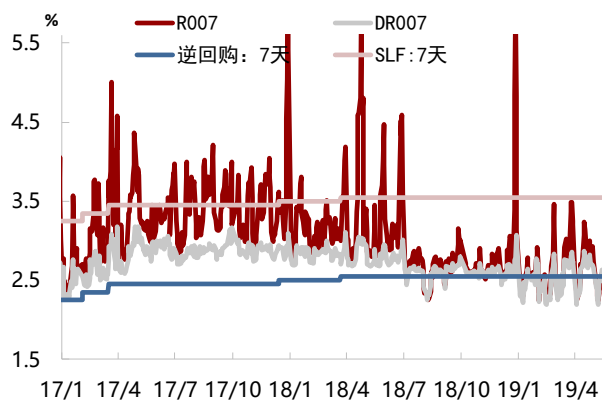
在中美贸易冲突加剧，经济内生动能有待夯实的情况下，货币政策在进一步放松上，也是留有余地的。报告认为，“展望未来一段时期，中国经济保持平稳发展的有利因素较多”，但也要看到“外部经济环境总体趋紧”、“从国内经济形势看，部分传统支柱产业进入调整期，制造业投资和民间投资增长有所放缓，经济增长对房地产和基建投资依赖较高，经济内生增长动力有待进一步增强”。下一阶段，“面对内外部经济环境变化，因时因势更有针对性地实施宏观调控。稳健的货币政策要松紧适度，适时适度实施逆周期调节，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调”。

我们认为，货币政策调整的余地体现在：1）超储率不高，降准仍有很大空间。3月末，金融机构超额准备金率为1.3%，与上年同期持平，处于低位。2）加权贷款利率在“一般贷款”牵引下不降反升，可能与城投平台等融资回表挤占信贷额度有关（图表2）。央行将此解释为“利率季节性特征较为明显，经季节调整后，贷款加权平均利率较上年12月略有下降”，但从历史数据看这个季节性并不明显。结合降低小微企业融资成本的诉求，“结构性”降息手段可能仍在“政策工具箱”当中。3）以结构性货币政策配合促进全要素生产率提升，进而提升中国经济的体质和韧性。专栏五“经济潜在增速分析”中判断，“初步估算，我国潜在经济增速近十年来有所下行，当前经济实际增速与潜在增速相近，产出缺口接近为零，实体经济供需基本平衡，失业率、通胀水平总体保持稳定”，“未来看，通过技术进步、体制机制改革等提高全要素生产率，有助于拓展经济潜在增速

的空间”。这体现当前央行不认为中国经济需要更多总量性的货币刺激，而更应关注以结构性货币政策配合促进全要素生产率提升。

图表 1：今年以来 SLF 的利率走廊上限得到强化

图表 2：一季度一般贷款加权利率不降反升



来源：Wind，莫尼塔研究

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_12402

