

## 我国货币政策边际宽松取向未变

### ——一季度央行货币政策报告解读

#### 一、我国货币政策边际宽松取向未变

- 17日晚，人行发布2019年货币政策报告，表示当前“稳健的货币政策保持松紧适度，适时适度实施逆周期调节”，我们认为当前总需求较弱叠加中美贸易摩擦升温背景下，货币政策边际宽松取向未变，对此做简要展开分析：
  - 1) 逆回购操作的频率相对一季度将有所提高，预计今年还将降准2次。从银行体系流动性来看，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相对一季度将有所提高，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2次，以支持银行体系信贷的合理扩张。
  - 2) 政策利率可能下调。人行认为，“利率两轨”的存在影响了货币政策的有效传导，为稳妥推进利率并轨，重点在培育市场化贷款定价机制。我们认为，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，欧央行最初成立时期利率走廊宽度为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。
  - 3) 猪肉价格上涨不会制约货币政策边际宽松。人行认为物价形势总体较为稳定，未来一段时间物价水平受到供求两端影响，存在一些不确定性，对未来变化需持续监测。我们认为猪肉价格的上涨主要是由于非洲猪瘟疫情导致的供给冲击，在总需求仍较弱的背景下，难以传导至其他商品价格，也不会造成“工资-价格”螺旋，因此难以推升通胀水平的大幅走高，也不会对货币政策边际宽松形成掣肘。

#### 二、全球央行观察

- 中国央行：再次在香港发行央行票据。
- 美联储：部分官员表示当前利率政策保持耐心是合理的。里士满联储主席Barkin表示，在利率政策上保持耐心是合理的，当前加息或降息的理由都不充分。堪萨斯城联储主席George表示，货币政策观望状态是合适的，如果降息可能会催生泡沫，并最终造成经济衰退；当前最大的风险在于特朗普贸易政策和全球经济下滑。达拉斯联储主席Kaplan表示，美联储现在既不应该降息，也不应当加息，保持观望态度；企业部门杠杆率高于10年之前的水平，但并非系统性风险，也不会出现危机。
- 欧央行：部分官员表示必要时所有货币政策工具都是可以使用的。欧央行管委Visco表示，欧央行准备在必要时动用所有货币政策工具以实现通胀目标；欧央行执委Coere表示，当前欧元区通胀偏低，非常规货币政策将继续长期性地存在。
- 日本央行：黑田东彦表示必须维持低利率以实现通胀目标。黑田东彦表示，由于距离通胀目标仍然相去甚远，需要继续保持宽松。如果难以实现通胀目标，日本央行将进一步扩大宽松，调整利率与资产购买都是政策选项。

#### 三、文献推荐

- 可信的前瞻性指引（FED）。

**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。

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

正文如下：

### 一、我国货币政策边际宽松取向未变

17日晚，人行发布2019年货币政策报告，表示当前“稳健的货币政策保持松紧适度，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，保持流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定”，**我们认为当前总需求仍较弱背景下，货币政策边际宽松取向未变**，对此做简要展开分析：

**超储率季节性回落，季调后贷款加权平均利率环比略有下降。**3月末超储率1.3%，较去年12月下降1.1个百分点，主要受季节性因素影响。因为银行通常会在年末预留充足流动性以应对年末考核，叠加一季度通常为信贷投放高峰，也会造成超储率的减少，因此，造成超储率在3月末相对12月末大幅下降。从银行体系流动性来看，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相对一季度将有所提高，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2次，以便支持银行体系信贷的合理扩张。**3月，贷款加权平均利率5.69%，比去年12月略升0.05个百分点，同比下降0.22个百分点，人行认为一季度贷款利率小幅上升属于季节性因素，经季节调整后，贷款加权平均利率较上年12月略有下降。

**广义货币M2增速名义GDP增速相匹配。**人行认为随着经济结构的转变，以及高质量发展下，相对以往慢一点的货币增速可以满足经济运行保持在合理区间的需要。因此，近年来，M2增速与名义GDP增速趋近，是可以满足实体经济合理需求的，M2增速是适度的。**“三档两优”存款准备金率新框架的构建。**当前存款准备金率有三个基准档：第一档是大型银行存款准备金率（13.5%），第二档是中型银行存款准备金率（11.5%），第三档是小型银行存款准备金率（8%）。“两优”即在前者基础上附加准备金优惠，其中，第一二档银行达到普惠金融定向降准政策考核标准的，准备金率可再优惠0.5或1.5个百分点；服务县域的银行达到新增存款一定比例用于当地贷款考核标准的，准备金率可再优惠1个百分点。

**稳妥推进利率“两轨合一轨”。**人行认为“利率两轨”的存在影响了货币政策的有效传导，为稳妥推进利率并轨，重点在培育市场化贷款定价机制。2013年我国推出贷款基础利率（LPR）报价机制，已成为金融机构贷款利率定价的重要参考。利率并轨的同时还要强化央行政策利率体系的引导功能，包括完善利率走廊机制，增强利率调控能力。**我们认为当前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，欧央行最初成立时期利率走廊宽度为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，**人行可能逐步收窄利率走廊，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。**

此外，人行还谈到近十年来我国潜在经济增速有所下行，当前经济增速与潜在增速相近，提升潜在产出的核心是需要提高全要素生产率。物价方面，人行认为物价形势总体较为稳定，未来一段时间物价水平受到供求两端影响，存在一些不确定性，对未来变化需持续监测。**我们认为猪肉价格的上涨主要是由于非洲猪瘟疫情导致的供给冲击，在总需求仍较弱的背景下，难以传导至其他商品价格，也不会造成“价格-工资”螺旋，因此难以推升通胀水平的大幅走高，也不会对货币政策边际宽松形成掣肘。**

## 二、全球央行观察

### 1. 中国央行：再次在香港发行央行票据

国内货币市场利率小幅上升。5月17日，R007、DR007、Shibor3M分别较上周（5月10日）上升18.75bp、6.69bp、0.50bp至2.56%、2.55%、2.90%。下周无逆回购、MLF到期。

5月15日，人在香港发行两期人民币央行票据，其中3个月期和1年期央行票据各100亿元，中标利率分别为3.00%和3.10%。这是继去年11月和今年2月之后，第三次在香港发行央票。

香港货币市场利率回落，Libor-Hibor利差扩大。5月17日，Hibor隔夜、1周、3个月较上周（5月10日）分别下降8.59bp、11.61bp、5.14bp至0.78%、1.05%、2.01%；1周Libor-Hibor利差扩大至125bp。

### 2. 美联储：部分官员表示当前利率政策保持耐心是合理的

里士满联储主席 Barkin 表示，在利率政策上保持耐心是合理的，当前加息或降息的理由都不充分。

堪萨斯城联储主席 George 表示，货币政策观望状态是合适的，如果降息可能会催生泡沫，并最终造成经济衰退；当前最大的风险在于特朗普贸易政策和全球经济下滑。

纽约联储主席 Williams 表示，当前关税对通胀的影响较小，更高的关税将影响通胀和经济增长，对通胀产生重大影响，并对产业链造成负面冲击；美国经济信心已经反弹，欧洲经济尚不明朗，全球经济展望偏向下行。

波士顿联储主席 Rosengren，关税主张可能引起全球经济增速放缓和金融市场波动。不认为美国经济将陷入衰退，但经济增速将在未来两年放缓。

达拉斯联储主席 Kaplan 表示，美联储现在既不应该降息，也不应当加息，保持观望态度；企业部门杠杆率高于10年之前的水平，但并非系统性风险，也不会出现危机。

费城联储主席 Harker 表示，不认为美国的利率处于中性水平，预计今年最多加息一次。

明尼阿波利斯联储主席 Kashkari 表示，关税不会导致美国通胀持续的变化；不认为需要降息。

### 3. 欧央行：部分官员表示必要时所有货币政策工具都是可以使用的

欧央行管委 Visco 表示，欧央行准备在必要时动用所有货币政策工具以实现通胀目标；意大利需要提高生产率推动经济增长。

欧央行执委 Coeure 表示，当前欧元区通胀偏低，非常规货币政策将继续长期性地存在。

### 4. 日本央行：黑田东彦表示必须维持低利率以实现通胀目标

日本央行行长黑田东彦表示，由于距离通胀目标仍然相去甚远，需要继续保持宽松，必须维持低利率以实现通胀目标。如果难以实现通胀目标，日本央行将进一步扩大宽松，调整利率与资产购买都是政策选项。

日本央行副行长若田部昌澄表示，超宽松政策目前仍然利大于弊，日本金融体系整体稳定；受低利率环境、人口老龄化以及企业数量下降影响，地区性银行盈利受到负面影响。



### 三、文献推荐

#### 可信的前瞻性指引

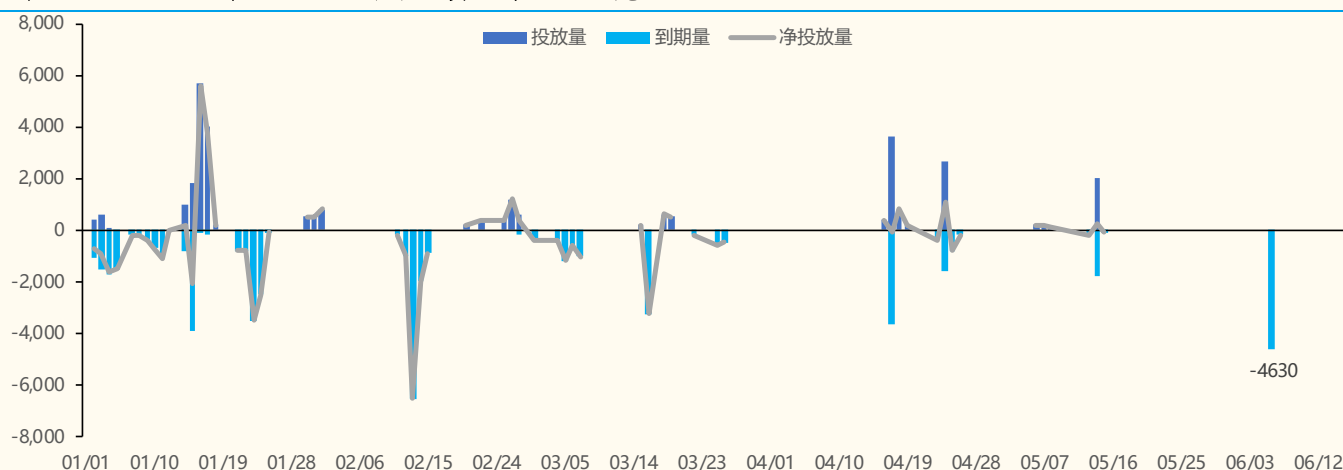
Taisuke Nakata, Takeki Sunakawa†

(来源: FED, 地址:

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2019037pap.pdf>)

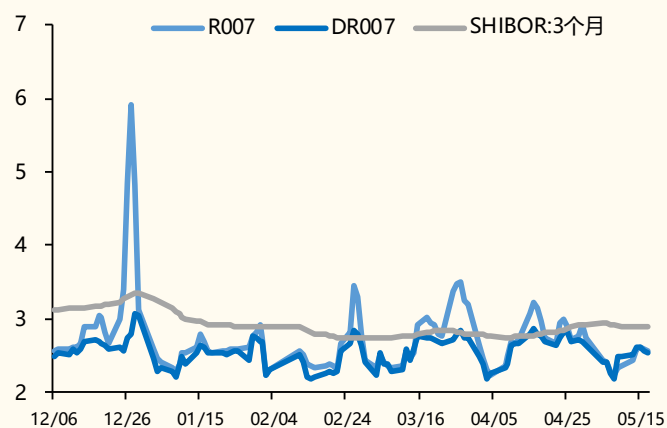
通过求解以声誉损失为代表的最优政策问题, 本文利用粘性价格模型对前瞻性指引政策进行了分析, 模型包含名义利率有效的下限约束 (ELB)。因为紧接着危机后的经济过热在过去是未能预期到的, 因此能够有效刺激经济的下限约束 (ELB) 与承诺的长期低利率的政策间具有时间不一致性。然而, 如果放弃承诺的长期低利率政策便会导致声誉受损, 使得央行在未来发生危机后无法有效的使用长期低利率政策, 但放弃承诺会使得政策目标一致。我们最终发现, 即使没有明确的承诺, 中央银行仍然可以在较长时期内将政策利率保持在 ELB 水平 (尽管期限没有在最优承诺政策下长), 并有效地减轻了 ELB 约束对经济活动的不利影响。

图表 1: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



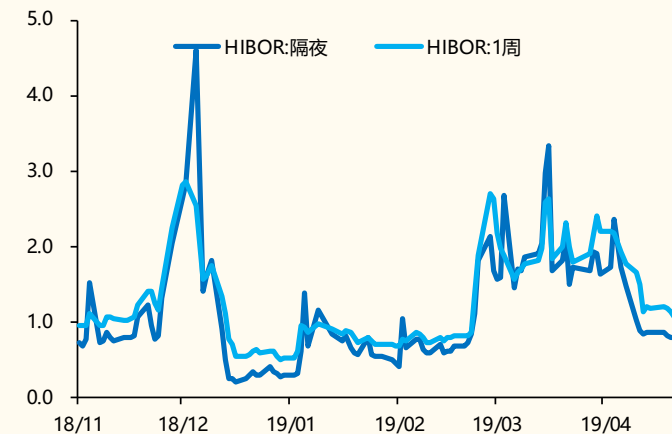
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 国内货币市场利率小幅上升 (%)



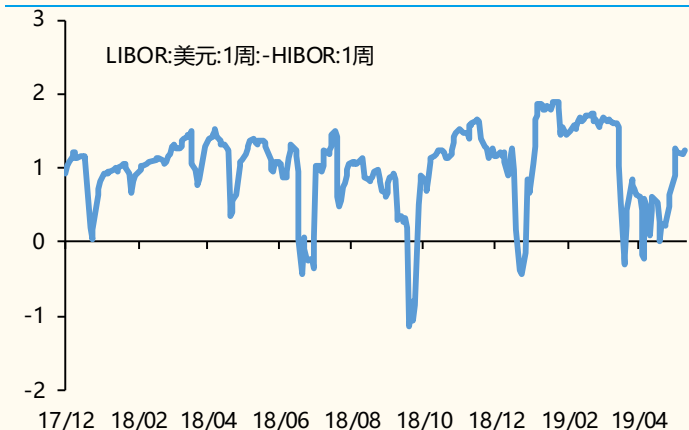
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 香港货币市场利率走低 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: Libor-Hibor 利差上升 (%)



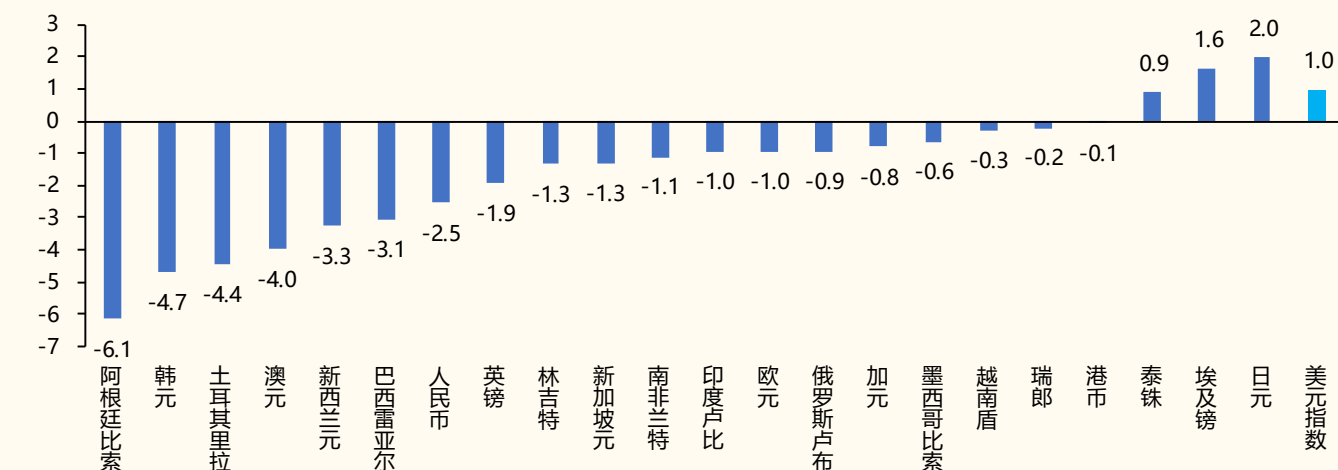
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: CME 数据显示美联储将维持利率不变 (5.17)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 225-250bp)		
	200-225	225-250	250-275
2019/6/19	13.3%	86.7%	0.00%
2019/7/31	25.5%	72.3%	0.00%
2019/9/18	40.6%	49.0%	0.00%
2019/10/30	42.2%	39.5%	0.00%
2019/12/11	41.3%	25.5%	0.00%
2020/1/29	38.3%	20.7%	0.00%

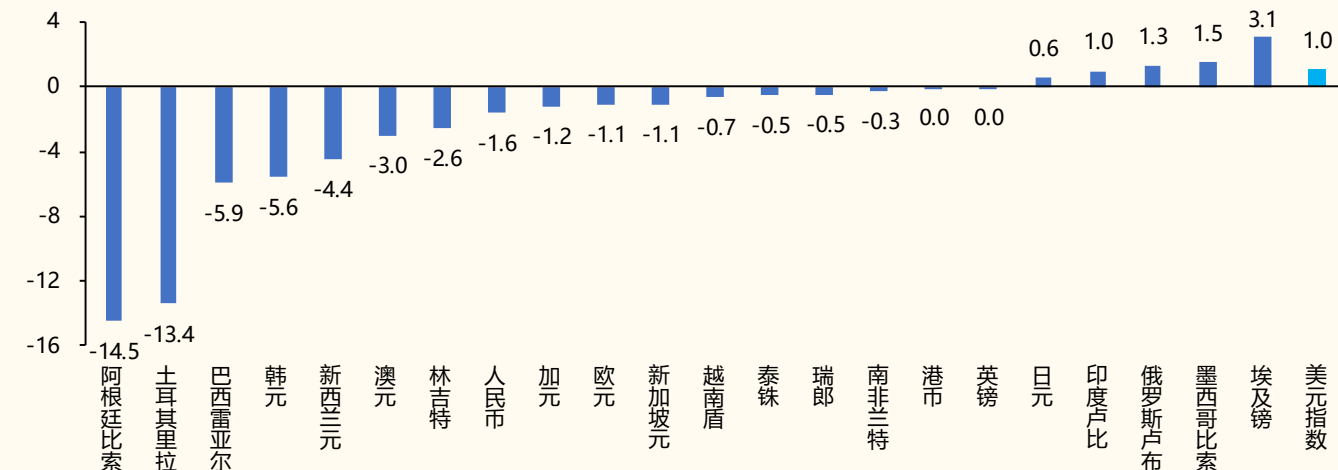
来源: CME, 国金证券研究所

图表 6: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



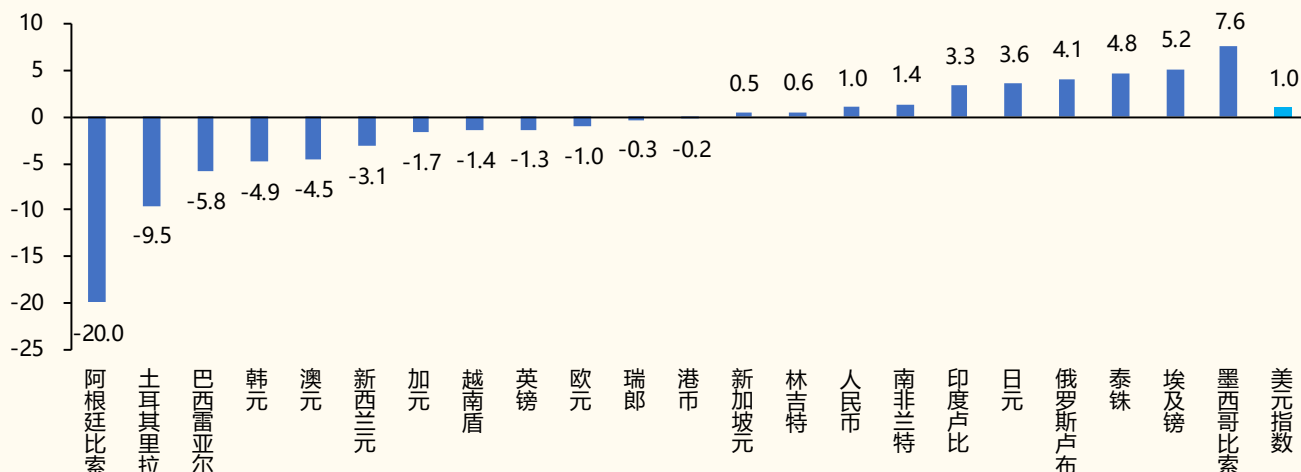
来源: Wind, 国金证券研究所

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
5月17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。
5月16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。
5月15日	5月15日开始, 对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率, 分三次实施到位。今日为实施该政策的首次存款准备金率调整, 释放长期资金约1000亿元。银行体系流动性总量处于合理充裕水平, 今日不开展逆回购操作。
5月14日	为对冲税期等因素的影响, 开展中期借贷便利 (MLF) 操作2000亿元, 比当日到期量多440亿元。
5月13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
5月18日	费城联储主席Harker	2020年	不认为美国的利率处于中性水平, 预计今年最多加息一次。
5月17日	明尼阿波利斯联储主席Kashkari	2020年	关税不会导致美国通胀持续的变化 不认为需要降息
5月16日	里士满联储主席Barkin	2021年	在利率政策上保持耐心是合理的, 当前加息或降息的理由都不充分
5月15日	美联储理事Quarles	永久	美国经济增长强劲, 失业率低; 信贷增加, 不良贷款率低于五年均值。
5月15日	堪萨斯城联储主席George	2019年	货币政策观望状态是合适的, 如果降息可能会催生泡沫, 并最终造成经济衰退。 当前最大的风险在于特朗普贸易政策和全球经济下滑。
5月14日	纽约联储主席Williams	永久	当前关税对通胀的影响较小, 更高的关税将影响通胀和经济增长, 对通胀产生重大影响, 并对产业链造成负面冲击。 美国经济信心已经反弹, 欧洲经济尚不明朗, 全球经济展望偏向下行。
5月14日	波士顿联储主席Rosengren	2019年	关税主张可能引起全球经济增速放缓和金融市场波动
5月14日	达拉斯联储主席Kaplan	2020年	美联储现在既不应该降息, 也不应当加息, 保持观望态度。 企业部门杠杆率高于10年之前的水平, 但并非系统性风险, 也不会出现危机

5月13日	波士顿联储主席 Rosengren	2019年	不认为美国经济将陷入衰退，但经济增速将在未来两年放缓。 货币政策当前是宽松的，其中一个不确定性是贸易问题。
-------	----------------------	-------	--

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
5月17日	欧央行执委Coeure	当前欧元区通胀偏低，非常规货币政策将继续长期性地存在。
5月16日	欧央行管委Visco	欧央行准备在必要时动用所有货币政策工具以实现通胀目标。 意大利需要提高生产率推动经济增长

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 12：上周日本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
5月17日	日本央行行长黑田东彦	日本出口下降导致企业乐观预期下降。 海外经济体放缓的影响还没有传导至日本的国内需求。 必须维持低利率以实现通胀目标
5月16日	日本央行副行长若田部昌澄	超宽松政策目前仍然利大于弊，日本金融体系整体稳定 受低利率环境、人口老龄化以及企业数量下降影响，地区性银行盈利受到负面影响。
5月15日	日本央行行长黑田东彦	由于距离通胀目标仍然相去甚远，需要继续保持宽松。 如果难以实现通胀目标，日本央行将进一步扩大宽松，调整利率与资产购买都是政策选项。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 13：中国央行资产负债表（单位：亿人民币）

资产	2019-04	较上月变动	负债	2019-04	较上月变动
国外资产	218,245.39	135.73	储备货币	298,771.05	-4,939.98
外汇	212,528.04	-8.60	货币发行	79,782.57	-1,528.11
货币黄金	2,705.27	41.66	其他存款性公司存款	206,201.77	-3,446.37
其他国外资产	3,012.08	102.67	非金融机构存款	12,786.71	34.49
对政府债权	15,250.25	0.00	不计入储备货币的金融性公司存款	4,730.22	36.83
其中：中央政府	15,250.25	0.00	发行债券	315.00	0.00
对其他存款性公司债权	94,096.00	428.46	国外负债	1,276.85	457.60
对其他金融性公司债权	4,706.82	-1.77	政府存款	36,060.52	4,653.38
对非金融性部门债权	0.00	0.00	自有资金	219.75	0.00
其他资产	16,293.97	-495.65	其他负债	7,219.03	-168.03
总资产	348,592.42	39.79	总负债	348,592.42	39.79

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\\_12462](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12462)

