

公开市场一级交易商扩容，稳信用走向“标本兼治”

一、公开市场一级交易商扩容，稳信用需标本兼治

■ **中债增信被纳入公开市场一级交易商，显示央行持续支持民营企业融资的意图。**27日，人行公布2019年公开市场一级交易商名单，总计49家金融机构，其中首次将中债增信纳入，人行表示是为了配合民营企业债券融资支持工具的创设。在我国货币政策二元传导机制中，一级交易商作为公开市场业务直接交易对象，在货币政策传导中发挥了重要的作用。**去年四季度以来，CRM发行提速，叠加多方面政策激励，民营企业融资环境得到改善。**为解决民营企业融资难、融资贵问题，去年10月国务院常委会会议决定设立民营企业债券融资支持工具，CRM发行速度、节奏明显加快。去年10月以来，信用风险缓释工具累计发行95.45亿元，月均发行15.91亿元，累计支持民营企业发行债券335.7亿元。在发行主体中，商业银行发行了72.95亿元，占比76.15%，是该工具的重要发行主体；中债增信发行22.35亿元（包括与商业银行共同发行部分），占比23.33%。与商业银行网点多、融资来源广等特有的货币派生机制不同，中债增信自身资金来源较为有限。为此，去年10月央行曾为其提供100亿元再贷款为民企债券发行提供支持。此次，将其纳入一级交易商，也是为了更好的为其提供中长期低成本资金，为民营企业提供融资支持。此外，政策还通过多个方面来改善企业融资环境，信用环境确实有所改善（信用利差下降、贷款利率下降、信用供给增速企稳）。**往前看，今年民营企业债券到期规模较高，再融资压力仍比较大。在这样的情况下，“稳信用”走向“标本兼治”，“标”的方面即稳信用政策需要进一步保持，逐步改善企业、尤其是民营企业信用状况，激发经济活力；“本”的方面，央行作为货币政策传导的起点，将保持边际宽松的总基调。今年货币政策重心将从化解企业融资难转向融资贵问题，再次降准2-3次基础上，需要降息以避免实际利率被动走高制约实体经济融资需求。**

二、全球央行观察

- **中国：季末货币市场流动性整体收紧**
- **美联储：部分官员表示考虑降息还为时过早。**达拉斯联储主席Kaplan表示，当前考虑降息还为时过早；不认为美联储将在2019年加息。明尼阿波利斯联储主席Kashkari表示，在决定是否有必要降息之前，还需观察未来经济数据表现。圣路易斯联储主席Bullard表示，当前有望结束货币政策正常化进程。
- **欧央行：德拉吉表示经济前景面临的风险偏向下行。**欧洲央行行长德拉吉表示，经济前景面临的风险仍偏下行；全球不确定性进一步上升可能导致贸易和投资放缓。欧央行管委、爱沙尼亚央行行长Hansson表示，欧元区放缓可能在中期延续；在出现重大冲击的情况下可以重启QE。
- **日本央行：有必要延续当前的货币宽松政策。**日本央行公布3月货币政策会议意见摘要，关于货币政策，委员认为预计消费税上调将对经济活动和通胀造成下行压力，有必要延续当前的货币宽松政策，同时要注意货币和财政政策的协调，并注意宽松政策对金融机构和市场的负面作用。

三、文献推荐

- 本国利率和国际美国债券的投资（FED），衡量美国和德国债券收益率之间的货币政策溢出效应（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

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

正文如下：

一、公开市场一级交易商扩容，稳信用需标本兼治

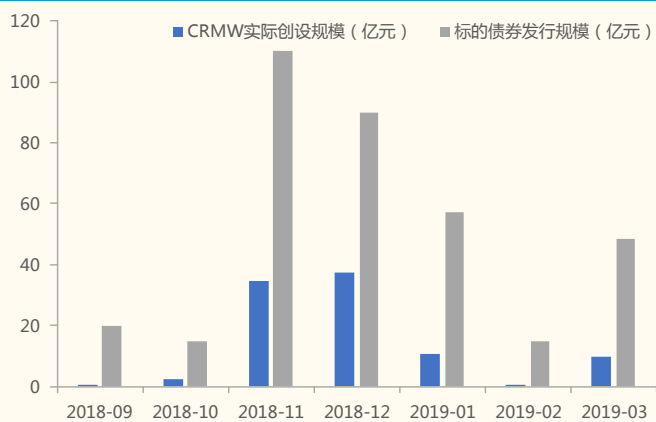
中债增信纳入公开市场一级交易商，显示央行持续支持民营企业融资的意图。27日，人行公布2019年公开市场一级交易商名单，总计49家金融机构，其中银行机构46家。首次将中债增信纳入，人行表示是为了配合民营企业债券融资支持工具的创设。在我国货币政策二元传导机制中，一级交易商作为公开市场业务直接交易对象，在货币政策传导中发挥了重要的作用。中债增信的纳入，显示了央行持续支持民营企业融资的意图。我国于1998年建立公开市场业务一级交易商制度，2004年建立一级交易商年度考评调整机制，2018年进一步优化了考评指标体系，分为“传导货币政策”、“发挥市场稳定器作用”、“市场活跃度及影响力”、“依法合规稳健经营”、“流动性管理能力”、“操作实务”、“配合操作室有关工作”等七个方面。

去年四季度以来，CRM发行提速，叠加多方面政策激励，民营企业融资环境得到改善。为解决民营企业融资难、融资贵问题，去年10月国务院常务会议决定设立民营企业债券融资支持工具，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等方式，为民营企业融资提供支持。实际上早在2010年，银行间交易商协会就发布了信用风险缓释工具（CRM），但始终发展缓慢。随着去年末以来政策层面对民营企业融资支持力度的加大，CRM发行速度、节奏明显加快。去年10月以来，信用风险缓释工具累计发行95.45亿元，月均发行15.91亿元，累计支持民营企业发行债券335.7亿元。在发行主体中，商业银行发行了72.95亿元，占比76.15%，是该工具的重要发行主体；中债增信发行22.35亿元（包括与商业银行共同发行部分），占比23.33%。与商业银行网点众多、融资来源广泛和特有的货币派生机制不同，中债增信自身资金来源较为有限，为此去年10月央行曾为其提供100亿元再贷款为民企债券发行提供支持。此次，将其纳入一级交易商，也是为了更好的为其提供中长期低成本资金，为民营企业提供融资支持。此外，政策还通过多个方面来改善企业融资环境，一方面，通过传统政策工具转向边际宽松，来营造较好的信用环境，比如货币转向边际宽松、财政通过减税降费变得更加积极、监管政策松紧有度等；另一方面，在创设民营企业债券融资支持工具基础上，最高层召开民营企业座谈会、设立纾困基金等方式改善信用环境。随着一系列政策的实施，信用环境确实有所改善（信用利差下降、贷款利率下降、信用供给增速企稳）。

往前看，今年民营企业债券到期规模较高，再融资压力仍比较大。在这样的情况下，“稳信用”走向“标本兼治”，“标”的方面即稳信用政策需要进一步保持，逐步改善企业、尤其是民营企业信用状况，激发经济活力；“本”的方面，央行作为货币政策传导的起点，将保持边际宽松的总基调。今年货币政策重心将从化解企业融资难转向融资贵问题，再次降准2-3次基础上，需要降息以避免实际利率被动走高制约实体经济融资需求。具体来看，一方面，疏通货币政策传导机制需要进一步下调准备金率。从数量角度来看，准备金率的下调将通过货币乘数的扩张影响货币派生能力；从价格角度来看，准备金率的下调可以降低商业银行机会成本，进而影响资产端信贷价格。准备金制度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利率与法定准备金利率之差。与“税收楔子”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。同时，考虑到当前我

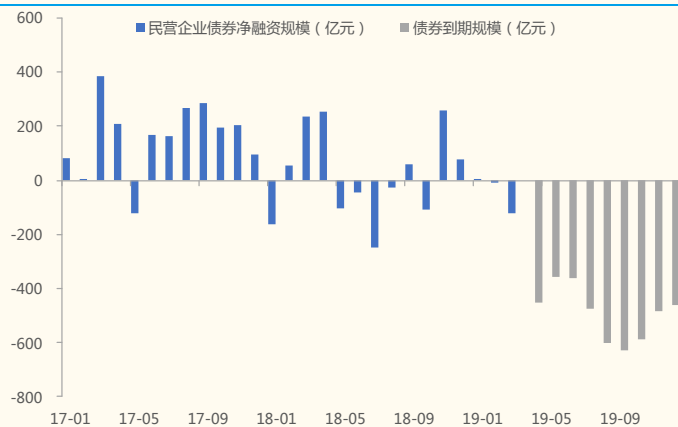
国准备金率为 13.5%，从历史数据来看也处于相对较高水平，还存在进一步下调空间。另一方面，随着国内外经济的走弱，PPI 通缩风险也开始加剧，2018 年我国货币政策的重心在于化解企业融资难问题，今年重心将从化解企业融资难转向融资贵问题。2018 年以来，随着货币政策 4 次降准，人民币加权平均利率也从二季度 5.97% 下降至四季度 5.63%，但受制于不断走低的价格因素影响，贷款实际利率（以金融机构人民币贷款加权平均利率与当季 GDP 平减指数之差衡量）由 3.21% 上升至四季度 4.03%。随着 PPI 通缩风险的加剧，为避免实际利率的被动走高制约实体经济融资需求，还需要通过主动调节政策利率的方式引导实际利率水平。因此，政策利率中逆回购利率、MLF 利率将会下调。同时，考虑到当前我国利率依然存在双轨制，随着下半年通缩压力的加剧，贷款基准利率也存在下调可能。

图表 1: CRMW 发行提速, 标的民企债券发行增加



来源: 交易商协会, 国金证券研究所

图表 2: 民营企业再融资压力依然较大



来源: Wind, 国金证券研究所

二、全球央行观察

1. 中国: 季末货币市场流动性趋紧

国内货币市场流动性季末趋紧。3 月 29 日, R007、DR007、Shibor3M 分别较上周 (3 月 22 日) 波动 42.40bp、7.56bp、-3.8bp 至 3.21%、2.73%、2.80%。本周无逆回购、MLF 到期。

香港货币市场流动性收紧, 1 周 Libor-Hibor 利差小幅回落。3 月 29 日, Hibor 隔夜、1 周、3 个月较上周 (3 月 22 日) 分别波动 86bp、-0.63bp、-8.1bp 至 2.67%、1.88%、1.76%, 1 周 Libor-Hibor 利差回落至 43bp。

2. 美联储: 部分官员表示考虑降息还为时过早

美国达拉斯联储主席 Kaplan 表示, 美联储考虑降息还为时过早; 由于公共债务和民间债务处于高位, 美国经济对利率变化更加敏感; 不认为美联储将在 2019 年加息; 预计美国 GDP 增幅将放缓至 1.75%-2.0%。

美国明尼阿波利斯联储主席 Kashkari 表示, 在决定是否有必要降息之前, 还需观察几个月的经济数据表现。

美联储理事 Quarles 表示, 对中性利率的预估高于美联储现在预期的水平, 未来在某个时点加息是必要的。

美联储圣路易斯联储主席 Bullard 表示，当前有望结束货币政策正常化进程。

美国纽约联储主席 Williams 表示，美国经济增速大致处于潜在水平；美联储的货币政策是适宜的，处于中性利率水平附近。

美国旧金山联储主席 Daly 表示，美债收益率曲线倒挂可能并不像以往那样预示着会出现经济衰退；联邦基金利率现在处于中性；预计 2019 年美国 GDP 将增长 2% 左右。

美国芝加哥联储主席 Evans 表示，联邦基金利率基本接近中性水平，收益率曲线显示经济衰退的几率略有升高。

3. 欧央行：德拉吉表示经济前景面临的风险偏向下行

欧洲央行行长德拉吉表示，经济前景面临的风险仍偏下行；全球不确定性进一步上升可能导致贸易和投资放缓。

欧央行首席经济学家 Praet 表示，可能会在实施 TLTRO 操作过程中改变其具体细节，TLTRO 细节取决于信贷环境变化；正在研究分层利率的问题，借贷环境尚未得到修复，不需要急于推进利率分层。

欧洲央行管委、法国央行行长 Villeroy 表示，欧元区经济在下滑，但并未陷入衰退。

欧央行执委 Praet 表示，定向长期再融资操作（TLTRO）的细节取决于银行贷款的前景；欧央行对下行风险保持警惕。

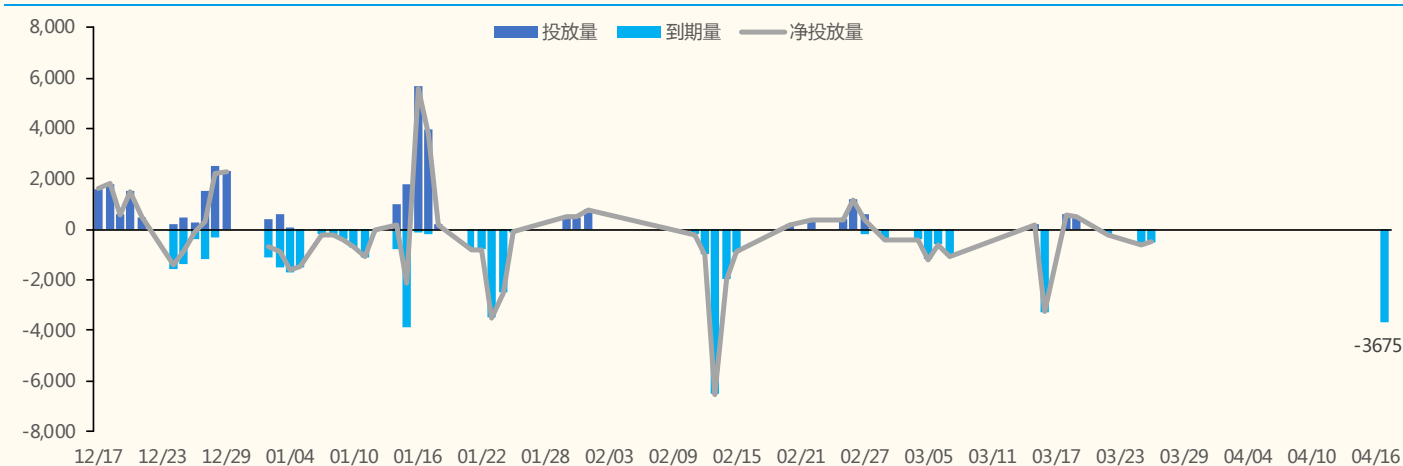
欧央行管委、芬兰央行行长 Rehn 表示，欧央行不应该过早加息，预计在 6 月底前公布 TLTRO 操作细节。

欧央行管委、爱沙尼亚央行行长 Hansson 表示，欧元区放缓可能在中期继续；在出现重大冲击的情况下可以重启 QE。

4. 日本央行：有必要延续当前的货币宽松政策

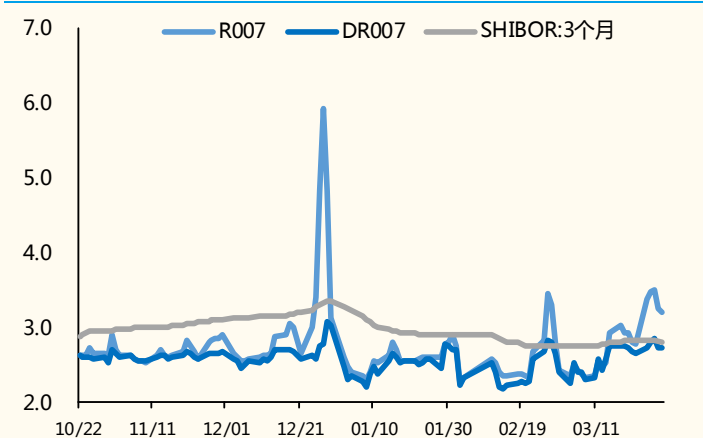
日本央行公布 3 月货币政策会议意见摘要，关于经济，委员认为尽管出口和生产受到海外经济放缓的影响，但日本经济正在温和扩张，关注中国货币和财政政策对经济的影响程度。关于通胀，委员认为产出缺口将对物价产生正向作用，但家庭持续的通缩心态和劳动生产率的上升，将对物价产生负面影响，通胀前景不确定。关于货币政策，委员认为预计费税上调将对经济活动和通胀造成下行压力，有必要延续当前的货币宽松政策，同时要注意货币和财政政策的协调，并注意宽松政策对金融机构和市场的负面作用。

图表 3: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



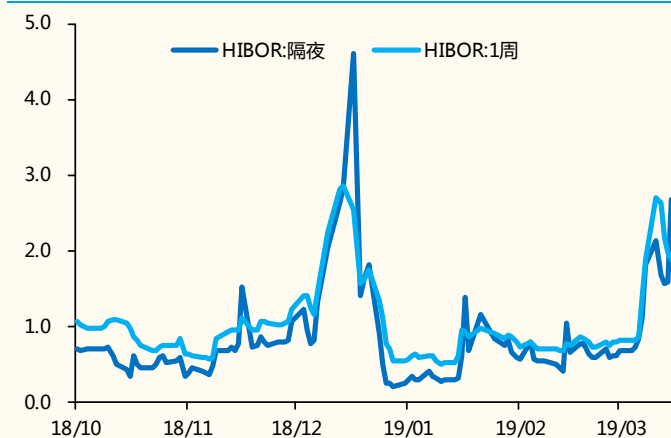
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 国内货币市场流动性季末收紧 (%)



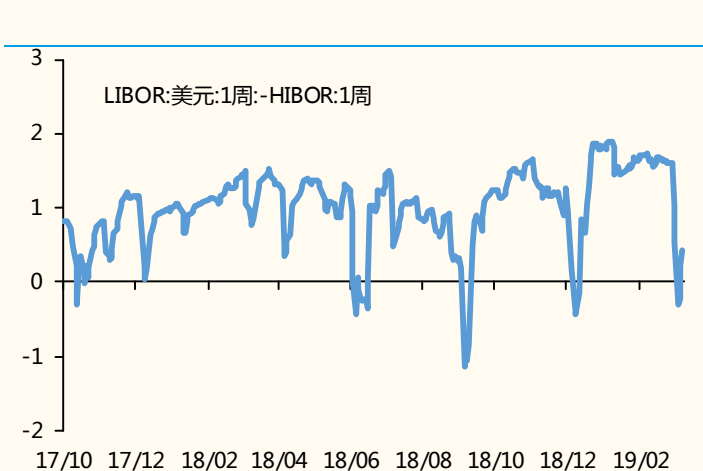
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 香港货币市场流动性收紧 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: Libor-Hibor 利差回落 (%)



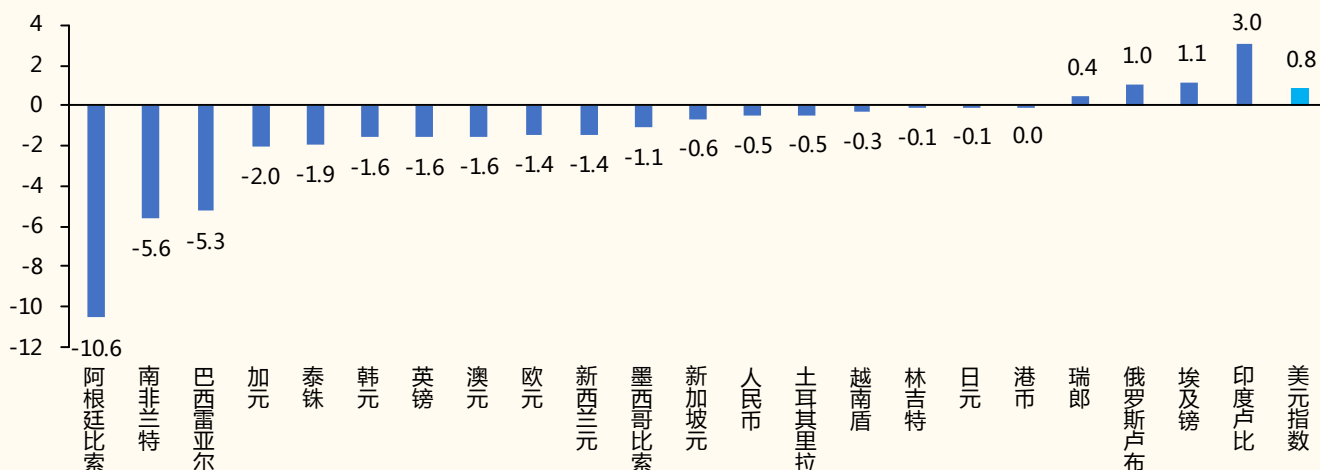
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: CME 数据显示美联储降息概率上升 (3月29日)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 225-250bp)		
	200-225	225-250	250-275
2019/5/1	8.00%	92.00%	0.00%
2019/6/19	22.00%	76.70%	0.00%
2019/7/31	27.60%	68.70%	0.00%
2019/9/18	37.10%	52.90%	0.00%
2019/10/30	38.50%	48.40%	0.00%
2019/12/11	41.00%	36.20%	0.00%
2020/1/29	40.10%	29.80%	0.00%

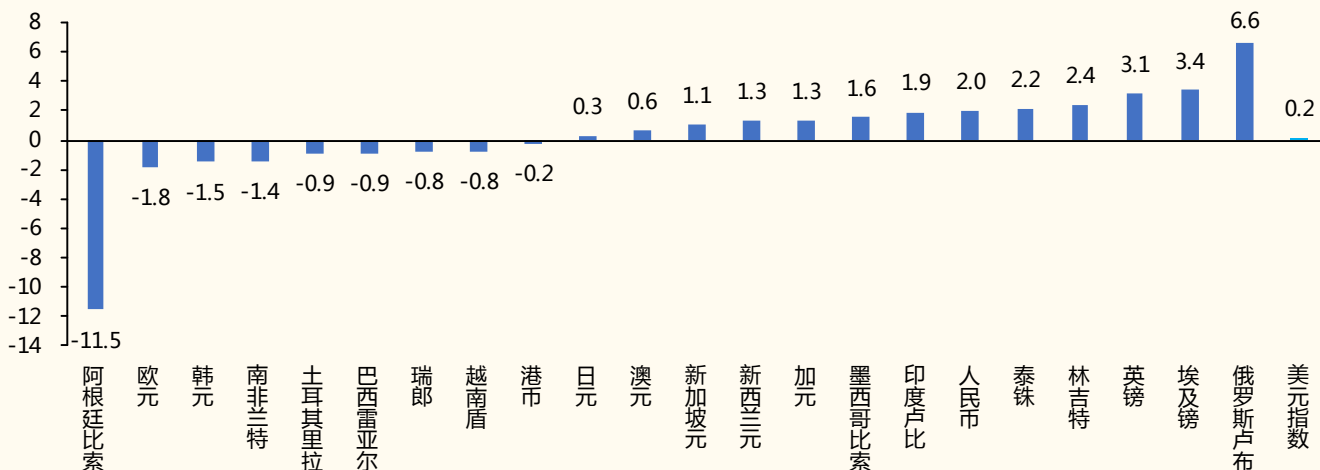
来源: CME, 国金证券研究所

图表 8：近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



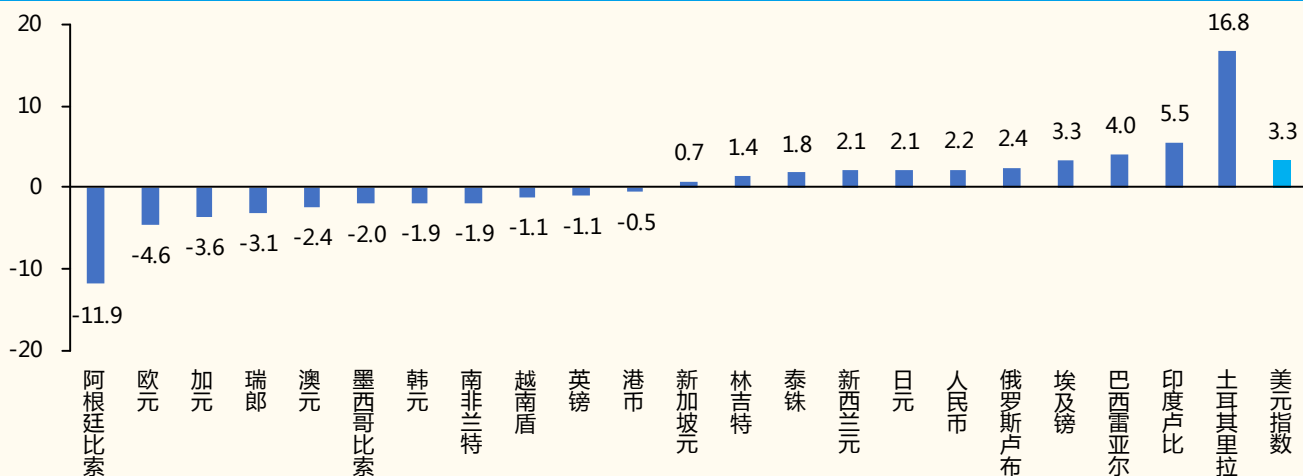
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：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 10：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 11：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
3月29日	考虑到季末财政支出力度较大，银行体系流动性总量处于较高水平，不开展逆回购操作。
3月28日	考虑到季末财政支出力度较大，银行体系流动性总量处于较高水平，不开展逆回购操作。
3月27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。
3月26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。
3月25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 12：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
3月30日	美国明尼阿波利斯联储主席 Kashkari	2020年	在决定是否有必要降息之前，还需观察几个月的经济数据。作为对美联储加息的反应，房地产、汽车市场有所放缓。
3月30日	美联储理事 Quarles	2019年	对中性利率的预估高于美联储现在预期的水平，未来在某个时点加息是必要的
3月30日	美国达拉斯联储主席 Kaplan	2020年	由于公共债务和民间债务处于高位，美国经济对利率变化更加敏感。不认为美联储将在2019年加息；预计美国GDP增幅将放缓至1.75%-2.0%。
3月29日	美联储圣路易斯联储主席 Bullard	2019年	美联储当前有望结束货币政策正常化进程
3月29日	美国纽约联储主席 Williams	永久	美国经济增速大致处于潜在水平。美联储的货币政策是适宜的，处于中性利率水平附近。并未看到2019年和2020年衰退风险的上升。
3月28日	美联储副主席克拉里达 Clarida	永久	FOMC许多成员认为当前处于中性利率附近。考虑到全球风险，以及美国通胀受到抑制，美联储能保持耐心。
3月28日	美国堪萨斯联储主席 George	2019年	对国内和海外的担忧导致美联储降低了近期的经济增长预期。由于财政和货币刺激的影响消退、全球增速放缓等缘故，预计美国2019年GDP增速将放缓至2%左右，但美国的基本面表现强劲。
3月27日	美国达拉斯联储主席 Kaplan	2020年	美联储考虑降息还为时过早。
3月27日	美国旧金山联储主席 Daly	2021年	美债收益率曲线倒挂可能并未像以往那样预示着会出现经济衰退。联邦基金利率现在处于中性。预计2019年美国GDP将增长2%左右。
3月26日	美国费城联储主席 Harker	2020年	个人不支持美联储12月的行动
3月26日	美国波士顿联储主席 Rosengren	2019年	资产负债表是重要的政策工具，美联储需要考虑何时购买证券来抵消准备金的下降。缩短美联储持仓久期有助于政策灵活性。
3月25日	美国费城联储主席 Harker	2020年	美联储缩短持有债券的期限比较合适。预计今年最多一次加息，预计2020年再加息一次。预计经济前景是积极的，2019年增速略高于2%。
3月25日	美国芝加哥联储主席 Evans	2019年	联邦基金利率基本接近中性水平，目前是暂停加息、保持观望的好时机。收益率曲线显示经济衰退的几率略有升高。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 13: 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
3月28日	欧洲央行管委、奥地利央行行长Nowotny	减轻负利率的影响是合理的；欧央行即将就负利率问题展开讨论。
3月28日	欧洲央行首席经济学家Praet	可能会在实施TLTRO操作过程中改变其具体细节，TLTRO细节取决于信贷环境。正在研究分层利率的问题，借贷环境尚未得到修复，不需要急于推进利率分层。
3月28日	欧洲央行管委、法国央行行长Villeroy	欧元区经济在下滑，但并未陷入衰退。希望看到经济在2019年后期回暖。
3月27日	欧央行执委Praet	定向长期再融资操作（TLTRO）的细节，取决于银行贷款的前景。欧央行对下行风险保持警惕。
3月27日	欧洲央行行长德拉吉	经济前景面临的风险仍偏下行。全球不确定性进一步上升可能导致贸易和投资放缓。
3月26日	欧央行管委、斯洛伐克央行行长Makuch	下半年欧元区经济出现反弹是可以实现的。
3月26日	欧央行管委Rehn	欧央行不应该过早加息，预计在6月底前公布TLTRO操作细节
3月25日	欧央行管委Hansson	欧元区放缓可能在中期继续；在出现重大冲击的情况下可以重启QE。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 14: 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
3月25日	日本央行政策委员原田泰	货币政策宽松（QQE）通过保持就业市场紧俏提振了生产率。
3月25日	日本央行行长黑田东彦	不认为短期内会出现收益率飙升的情况。随着国债收益率逐步上升，日本央行将转向持有更长期限的国债。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 15: 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
韩国	3月25日	韩国央行行长李柱烈	经济面临的下行风险正在增加，如果经济放缓的形势变得明确，可能会考虑调整政策

来源：Wind，国金证券研究所整理

三、文献推荐

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_13435



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn