

货币政策目标如何实现？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

相关报告

- 1 宏观专题 20210322: 政府杠杆率
从何处降？
- 2 宏观专题 20210329: 补库存要靠
哪些行业？
- 3 宏观专题 20210405: 修路能否致
富？——拜登计划的现实与影响
- 4 宏观专题 20210426: 全球疫情反
弹，经济迎来拐点？
- 5 宏观专题 20210509: 假期服务恢
复，因何被低估？
- 6 宏观专题 20210524: “未富先老”
还是“未富先降”？——从经济发
展视角看我国人口变化
- 7 宏观专题 20210531: 成本压力来
袭，哪些行业堪忧？
- 8 宏观专题 20210620: 消费下半场，
中国将接棒？
- 9 宏观专题 20210705: 猪价要见底
了么？
- 10 宏观专题 20210724: Delta 变异
毒株有多可怕？
- 11 宏观专题 20210816: 地产调控
会不会放松？

投资要点

- **专题思考：货币政策目标如何实现？**
- **我国货币政策目标可以分为最终目标、中间目标和操作目标。**国内货币政策框架包括货币政策目标体系、货币政策工具体系和货币政策传导机制三大部分。而货币政策目标体系中，又可具体分为最终目标、中间目标和操作目标。我国最终目标采取多目标制，主要有保持较低通胀水平、经济增长、就业以及国际收支平衡。由于最终目标达成难以一蹴而就，须通过中间目标、操作目标来实现。操作目标和中间目标的设定涉及到各国当时的货币传导制度，可分为数量型和价格型。
- **当金融体系尚不完善、利率市场化传导效率不高的时候，央行倾向于通过数量型传导渠道去实现目标。**数量型传导渠道下，央行会选择货币供应量作为中间目标，基础货币量则作为操作目标。而**随着利率市场化改革推进，央行逐步转向价格型调控。**在价格型调控下，央行的操作目标往往是政策利率，引导市场利率围绕政策利率附近波动。
- **货币政策工具的操作对央行资产负债表影响主要可以分为三类：一是资产负债端同时扩张导致的扩表。**如央行开展逆回购、MLF 等操作。**二是资产负债端同时收缩导致的缩表，**如央行开展降准置换 MLF，会导致央行缩表。**三是资产端或者负债端的内部变化，**如央行发行央票时。不过，需要特别注意的是，我国央行资产负债表的扩张与收缩和货币政策态度之间并不具备直接的对应关系。
- **一周扫描：**
- **疫情：美国新增确诊走高，多国延长封锁时间。**最新一周全球新冠肺炎新增确诊与死亡病例录得约 462.5 万与 5.7 万。美国单日新增超 18 万例，巴西和印尼新增确诊下降。多地延长封锁时间。
- **海外：美联储或在年内 Taper，美国众议院通过财政预算决议。**Jackson Hole 会议上鲍威尔表示或在年内进行缩债，目前就业持续增长，通胀目标已实现实质进展。美国众议院通过包含 3.5 万亿美元投资计划的财政预算决议。美国二季度 GDP 回暖，初请失业金人数有所上升。
- **物价：食品价格指数下跌，国际油价回升。**本周商务部食用农产品价格、农业部农产品批发价格均值环比下行。8 月以来食品价格指数环比回升。本周国际油价回升，国内钢价下行，煤价上行。
- **流动性：资金利率因跨月上行，央行加大逆回购投放。**本周 DR001 周度均值环比上行 25.1bp，DR007 周度均值环比上行 18.4bp。R001 周度均值环比上行 26.5bp，R007 周度均值环比上行 22.1bp。隔夜品种上行幅度较大，反映资金面较为紧张，或因跨月导致，央行公开市场净投放 1850 亿元呵护流动性。本周美元指数均值略降至 92.9。
- **大类资产表现：全球权益市场普涨，债市期限利差收窄。**全球权益市场普涨，中小盘较大盘走势更好，中证 500 表现强于沪深 300。商品期货价格再度上涨，黑色系的焦煤、焦炭本周分别上涨 12.5% 和 11.9%，黄金有所走弱。10 年期国债收益率周度均值下行 0.2bp，10 年期国开债收益率周度均值上行 0.3bp，但债市期限利差有所收窄。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 专题思考：货币政策目标如何实现？	- 4 -
2. 疫情：美国新增确诊走高，多国延长封锁时间	- 8 -
3. 海外：美联储或年内 Taper，美众议院通过财政预算决议	- 10 -
4. 物价：食品价格指数下跌，国际油价回升	- 11 -
5. 流动性：资金利率因跨月上行，央行加大逆回购投放	- 13 -
6. 大类资产表现：全球权益市场普涨，债市期限利差收窄	- 15 -

图表目录

图表 1: 货币政策目标体系	- 4 -
图表 2: DR007 与 7 天逆回购利率 (%)	- 5 -
图表 3: 货币政策工具基本情况	- 7 -
图表 4: 货币政策操作和央行资产负债表关系	- 8 -
图表 5: 各经济体每日新增病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 9 -
图表 6: 各国每日疫苗接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 9 -
图表 7: 各经济体疫苗覆盖率 (%)	- 10 -
图表 8: 主要国家制造业 PMI	- 11 -
图表 9: 农产品批发价格 200 指数	- 11 -
图表 10: 食用农产品价格指数	- 11 -
图表 11: 猪肉批发价格 (元/公斤)	- 12 -
图表 12: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 12 -
图表 13: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 13 -
图表 14: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 13 -
图表 15: 动力煤及焦煤价格 (元/吨)	- 13 -
图表 16: R001 和 DR001 利率 (%)	- 14 -
图表 17: R007 和 DR007 利率 (%)	- 14 -
图表 18: 央行公开市场操作 (亿元)	- 14 -
图表 19: CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	- 15 -
图表 20: 美元指数	- 15 -
图表 21: 大类资产表现 (%)	- 15 -
图表 22: 申万行业表现 (%)	- 16 -
图表 23: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 16 -
图表 24: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)	- 16 -

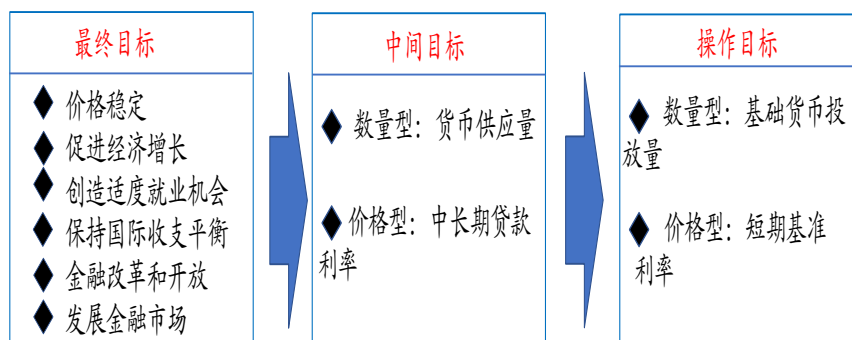
1. 专题思考：货币政策目标如何实现？

随着经济环境的变化，我国货币政策框架也在不断演进和丰富，那么，当前我国货币政策具有怎样的目标体系，又是通过哪些工具来具体实现？本报告对此进行展开分析。

我国货币政策目标可以分为最终目标、中间目标和操作目标。国内货币政策框架包括货币政策目标体系、货币政策工具体系和货币政策传导机制三大部分。而货币政策目标体系中，又可具体分为最终目标、中间目标和操作目标。最终目标和国计民生直接关系较强，主要有保持较低通胀水平、经济增长、就业以及国际收支平衡。操作目标和中间目标的设定涉及到各国当时的货币传导制度，按照调控类型，操作目标和中间目标大致可以分为数量型和价格型两种。

我国央行采取的最终目标为多目标制¹，也就是常说的“4+2”目标。其中既包含价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡等四大年度目标，也包含金融改革和开放、发展金融市场这两个动态目标。就最终目标而言，中美央行是相似的。如美联储在 2021 年 1 月重述了其货币政策长期目标²，指出美联储的最终目标也包含了充分就业及稳定物价，保持长期利率适中等。

图表 1：货币政策目标体系



来源：WIND，中泰证券研究所

关于央行应选取单目标还是多目标的探讨，2008 年金融危机前多数主要国家央行关注的主要还是价格稳定，并采用了通胀目标制，运行情况差强人意。但随着金融危机的爆发，监管部门认识到货币政策仅锚定通胀也存在巨大的缺陷，故许多央行在危机后强化或增加了金融稳定和金融监管职能（MPA）。

多目标会面临目标冲突等挑战。现实中处理经济问题经常都是面临两难困境，要有取舍和权衡，因此各个目标在经济发展不同时期在决策中所占权重不尽相同。如虽然今年 PPI 增速高企，但上游价格的过快上涨对中下游利润形成了挤压，不利于经济均衡发展。促进经济和稳定就业的目标相比于控制通胀更加急迫，故我国央行在 7 月 15 号下调金融机构存款准备金 0.5 个百

¹ 前央行行长周小川 6 月 24 日在华盛顿参加国际货币基金组织中央银行政策研讨上的发言

² 原文名为 Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy，发表于美联储官网

分点，释放长期资金约为 1 万亿元，以更好地支持中小企业。

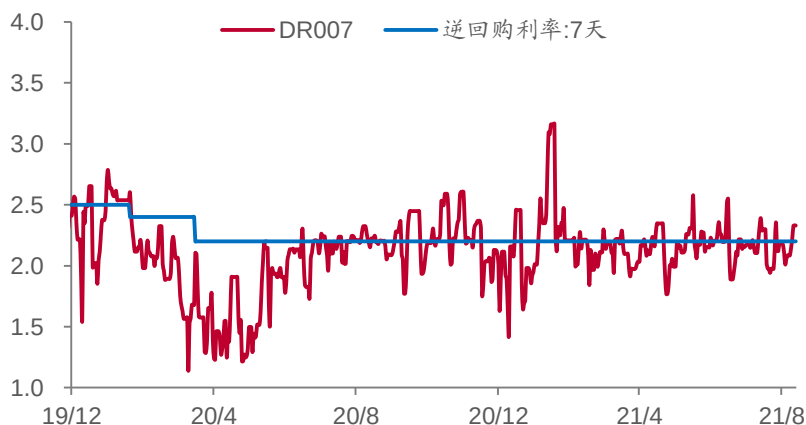
在确定了最终目标后，央行还要考虑用什么方法去实现最终目标，这就引出了中间目标和操作目标。货币政策的中间目标包含以货币供应量代表的数量型和以利率代表的价格型两类。

一般来说，如果国内的金融体系尚不完善、利率市场化传导效率不高的时候，那么央行往往会倾向于通过数量型传导渠道去实现自己的最终目标。如果央行选择货币供应量，一般而言是锚定 M2、社融增速等指标作为中间目标，则通常会将基础货币量作为操作目标。央行货币政策司司长孙国峰在《健全现代货币政策框架》里谈到当前中介目标锚定方式有三个优势：一是有利于货币总量匹配经济发展；二是有利于为政策实施提供更加科学合理的“锚”，使 M2 和社会融资规模增速向名义 GDP 靠拢；三是有利于实现稳增长和防风险长期均衡，这一锚定方式实际上将稳定宏观杠杆率的机制内嵌进了货币政策中介目标之中。

而随着利率市场化改革推进，央行逐步转向价格型调控。在价格型调控下，央行的操作目标往往是政策利率，要引导市场利率围绕政策利率附近波动。比如 DR007 围绕着 7 天逆回购利率，同业存单利率围绕 MLF 利率中枢波动。

短期利率会传导至中长端利率，对债市利率、中长期贷款利率等产生影响。例如在 MLF 利率传递到 LPR 利率，再到企业贷款利率的传导路径下，央行就能够通过调控 MLF 利率有效地调整企业的贷款利率。此外，央行操作目标也会直接影响市场对基本面的预期，从而对中长端利率交易产生影响。

图表 2：DR007 与 7 天逆回购利率 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

货币政策工具的选择取决于央行所设定的操作目标性质。如果央行主要调控的是基础货币，那么货币政策工具就会偏向于数量型工具。所以在 2013 年之前，我国央行的货币政策工具主要是法定存款准备金率、再贷款这些数量型工具，而价格型工具不多。毕竟那时候国内利率体系还没有市场化，利率传导机制还不顺畅。发达国家央行如美联储采用价格型工具，主要是通过调节联邦基金利率目标区间的方式。

目前，央行常用的操作工具包括法定准备金、逆回购、MLF、SLF 等，

这些工具可以给市场提供流动性。**法定存款准备金率**是央行传统的货币政策工具之一。商业银行在获取居民和企业的存款后，商业银行按一定比例资金存在央行，此即为存款准备金。**逆回购**是指央行向一级交易商购买有价证券同时借出资金投放流动性，并约定好日期将有价证券卖回给交易商的操作，所以到期时是向市场回收流动性。**中期借贷便利**主要是向市场投放中长期资金，期限一般是 3-12 个月。一般 MLF 投放是 15 号左右进行，不过也有例外，比如在 20 年 11 月末的时候，为应对永煤违约导致的信用冲击，央行须呵护市场流动性，超预期地向市场投放了一笔 2000 亿的 MLF。

除此之外，央行还有很多其他类型的政策工具，比如主要为了提升银行永续债的市场流动性的央行票据互换、提高财政资金市场化的国库现金定存等等。

图表 3：货币政策工具基本情况

工具	创建时间	期限	抵押品	交易对手
法定存款准备金	1990 年前	-	-	金融机构
再贷款, 再贴现	1990 年前	3 个月-1 年	符合要求的信贷资产	金融机构
回购业务	1994 年	7, 14, 28, 63 天	国债, 政策性银行债	一级交易商
央行票据	2002 年	3 个月, 6 个月, 1 年, 3 年	-	一级交易商
国库现金定存	2006 年	1, 2, 3, 6, 9 个月	国债, 地方政府债	以一级交易商为主
常备借贷便利 (SLF)	2013 年	隔夜, 7 天, 1-3 个月	高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等	政策性银行和全国性商业银行
流动性调节工具 (SLO)	2013 年	1-7 天	未明确规定	一级交易商
中期借贷便利 (MLF)	2014 年	3-12 个月	国债, 央行票据, 政策性金融债, 高等级信用债等优秀债券	符合宏观审慎管理要求的商业银行和政策性银行
抵押补充贷款 (PSL)	2014 年	3-5 年	合格抵押品包括高等级债券资产和优质信贷账户	政策性银行
临时流动性便利	2017 年	28 天	-	现金投放中占比高的大型商业银行
定向中期借贷便利 (TMLF)	2018 年	1-3 年	未明确规定, 可以参照 MLF	符合要求的大型商业银行
临时准备金动用安排 (CRA)	2018 年	-	-	现金投放占比高的全国性商业银行

来源: WIND, 中泰证券研究所

货币政策工具的操作对央行资产负债表影响主要可以分为三类：

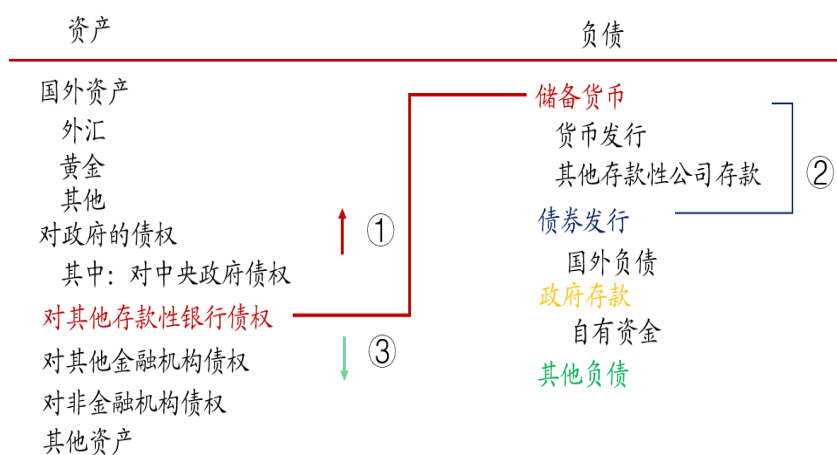
一是资产负债端同时扩张导致的扩表。如央行开展逆回购、MLF 等操作时，央行资产端和负债端同时扩张，资产端的对其他存款性公司债权和负债端的储备货币同时上升（图中①所示）。开展逆回购是央行给商业银行投放流动性的行为。

二是资产负债端同时收缩导致的缩表。如央行开展降准置换 MLF，会导致央行缩表。MLF 不再续作导致资产端的对其他存款性公司债权下降，而负债端的储备货币（其他存款性公司存款-准备金）同时下降（图中③所示）。不过降准导致的央行资产负债表收缩，具有很强的货币乘数扩张效应，整体来看对市场流动性环境会产生积极影响。

三是资产端或者负债端的内部变化。如央行发行央票时，资产负债表的负债端内部发生变化，其中债券发行科目增加，储备货币减少。属于是回收市场流动性的操作（图中②所示）。

不过，需要特别注意的是，我国央行资产负债表的扩张与收缩和货币政策态度之间并不具备直接的对应关系。

图表 4：货币政策操作和央行资产负债表关系



来源：WIND，中泰证券研究所

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_25674

