

从余初心文章看货币政策边际收紧的变化 ——当前货币政策的若干焦点问题

序言：6月29日，余初心发表文章《正确认识应对非常事件的货币政策》，态度相当严厉。文章内容与5月以来货币政策操作的边际收紧变化是比较吻合的。我们认为余初心并非央行或者政策执行内部人士，而是在货币政策方面具有深入研究的资深学者，不一定代表央行观点，后续货币政策的走向取决于经济等情况的变化。

一、本轮货币政策边际收紧是宽松总基调下的正常调整，会动态变化

- 5月以来货币政策没有再度宽松，呈现边际收紧的状态，这是宽松总基调下的正常调整，这种调整具有高度灵活性，会动态变化。当前货币政策已经渡过应对危机时期，提供流动性已经不是主要任务，政策落脚点在于降低实体经济融资成本的同时，避免流动性过于宽松造成可能的金融市场风险。
- 当前观察货币政策变化的重要时间窗口是8月份：一方面，地方专项债发行规模较大；另一方面，失业率存在阶段性上升的可能。

二、货币政策难以持续边际收紧的四点理由

- PPI依然呈现通缩状态。从通胀的角度来看，货币政策相对更加关注PPI。预计PPI将继续改善（Q3和Q4 PPI同比分别为-1.7%和-1.4%），但全年依然呈现负增长状态，PPI并不存在通胀压力。
- 资金空转已经有所缓解。当前，企业债券收益率逐步回升，企业债券与理财利差相对收窄，资金空转状况得到明显缓解。
- 中美关系存在不确定性。疫情发生以来，中美之间的冲突有所升温，中美关系的不确定性是未来需要关注的重要风险点。当前货币政策要为中美关系的异常变动，预留相应的政策空间。
- 货币政策需引导资金成本下调。从降低实体经济融资成本角度来看，货币政策要引导资金成本的下调，因此不会主动收紧。此外，落实金融对实体经济让利，也需要货币政策引导实体经济融资成本的降低。

三、未来货币政策如何看？从当前紧到略松的可能性

- 会降息吗？会降息，MLF降息，但逆回购利率将保持不变；且不会出现加息的状况。
- 会降准吗？会降准，预计对中小银行再定向降准一次，幅度50bp。
- 货币量的宽松仍将比较明显。预计全年新增社融32-35万亿元（去年24.2万亿元）。社融存量同比13%左右。

四、当前货币环境下，人民币汇率将温和升值

- 预计人民币汇率将温和升值至6.9左右，不会对货币政策的调整形成制约。

五、关注中美可能的金融战：全面制裁不太可能，局部制裁可能性大

- 中美发生全面金融战的可能性相对较低，因此不会对货币政策造成根本制约，但存在美国对中国局部金融制裁的可能性。金融制裁的未来升级可能性比较大，中长期需要注意由此引发的金融风险。

风险提示：国内外疫情发展存在不确定性；政策应对措施和方法不当等

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

内容目录

序言：余初心文章传递了什么信号？	4
一、本轮货币政策边际收紧是宽松总基调下的正常调整，会动态变化	4
二、货币政策难以持续边际收紧的四点理由	6
(1) 货币政策难以持续边际收紧：PPI 依然呈现通缩状态	6
(2) 货币政策难以持续边际收紧：资金空转已经有所缓解	7
(3) 货币政策难以持续边际收紧：中美关系存在不确定性	8
(4) 货币政策难以持续边际收紧：需引导资金成本下调	9
三、未来货币政策如何看？从当前紧到略松的可能性	9
(1) 未来货币政策从现在紧到略松的可能性：会降息吗？	9
(2) 未来货币政策从现在紧到略松的可能性：会降准吗？	10
(3) 未来货币政策从现在紧到略松的可能性：货币量的宽松仍将比较明显	11
四、当前货币环境下，人民币汇率将温和升值	11
(1) 预计人民币汇率将温和升值至 6.9 左右，不会对货币政策的调整形成制 约	11
(2) 我国货币政策空间相对更足，也是支持人民币汇率温和升值的重要因素	12
(3) 近年来，人民币汇率与新兴市场货币相关度明显提高	13
(4) 美元荒得到解决，我国货币政策自由度明显加大	14
五、关注中美可能的金融战：全面制裁不太可能，局部制裁可能性大	15

图表目录

图表 1：今年以来我国货币政策的调节（%）	5
图表 2：失业率存在阶段上升可能	6
图表 3：8、9 月份地方专项债发行量加大	6
图表 4：预计 PPI 将继续改善，但全年依然呈现负增长状态	7
图表 5：资金空转套利空间有所收窄	7
图表 6：结构性存款规模上升	7
图表 7：近期中美冲突有所加剧	8
图表 8：货币政策需引导资金成本下降	9

图表 9: 我国利率走廊机制	10
图表 10: 我国货币政策工具箱相对丰富	10
图表 11: 预计再定向降准一次, 幅度 50bp	10
图表 12: 预计全年新增社融 32-35 万亿元	11
图表 13: 预计全年社融存量增速 13%左右	11
图表 14: 中国经济复苏节奏、力度相对强于美国 (%)	12
图表 15: 中美利差相对处于高位 (%)	12
图表 16: 今年美联储资产负债表迅速扩张	13
图表 17: 我国央行资产负债表保持相对稳定	13
图表 18: 人民币与新兴市场货币相关性提高	14
图表 19: TED 利差回归正常水平	15
图表 20: 中美金融战可能的领域	16

序言：余初心文章传递了什么信号？

6月29日，余初心发表文章《正确认识应对非常事件的货币政策》，关于货币政策重点传递了以下信号¹：

政策的灵活调节是为了防范金融风险，避免资金空转。“4月份以来，伴随国内疫情防控形势持续向好，经济数据呈现好转态势。同时，个别金融领域出现杠杆率回升和资金空转现象，金融风险苗头隐现。人民银行根据经济金融形势的变化，也灵活调整了政策操作，积极防范金融风险并提前考虑政策工具适时退出，其目的是为经济金融长期持续稳定健康运行夯实基础。”

一季度为非常事件，货币政策处于特殊时期，不可持续。“今年以来人民银行在特殊时期采取的特殊政策达到了政策预期效果。**站在市场观察者的角度看，市场机构还是需要正确认识特殊政策的阶段性特征，秉承理性投资、价值投资、长期投资的理念，不能靠短期投机一条路走到黑。**人民银行也应该在防范金融风险的基础上，加强与市场的沟通，稳定市场预期。”

需要预防宽松政策的后遗症。“经济数据回暖、金融风险苗头隐现，对预防刺激政策‘后遗症’和防范金融风险提出新要求。随着形势逐步向好的方向转变，刺激政策的力度是否需要提前做好调整，避免相关后遗症影响今后经济稳定运行成为重要考虑。”

适时退出不意味着货币政策收紧。“‘适时退出’并不意味着‘急踩刹车’收紧货币，目的是为了‘退空转’，更好服务实体经济。从近期的调整看，DR007回归至接近2.2%的政策利率水平，利率债中短端品种在接近年初的水平停止上行趋势，作为市场‘压舱石’的长期品种在全过程未发生大波动。”

我们认为，余初心文章，与5月以来货币政策操作的边际变化是比较吻合的。我们认为余初心并非央行或者政策执行内部人士，而是在货币政策方面具有深入研究的资深学者，不一定代表央行观点，后续货币政策的走向取决于经济等情况的变化。

一、本轮货币政策边际收紧是宽松总基调下的正常调整，会动态变化

资金空转问题一直存在，但直至5月份才引起决策层关注，主要是与危机不同阶段货币政策侧重点的转变有关。当前来看，货币政策已经渡过应对危机时期，提供流动性已经不是主要任务，政策落脚点在于降低实体经济融资成本的同时，避免流动性过于宽松造成可能的金融市场风险。由于新冠疫情为非常事件，所采取的货币政策也是针对特殊时期的经济发展状况的，并不具有可持续性。

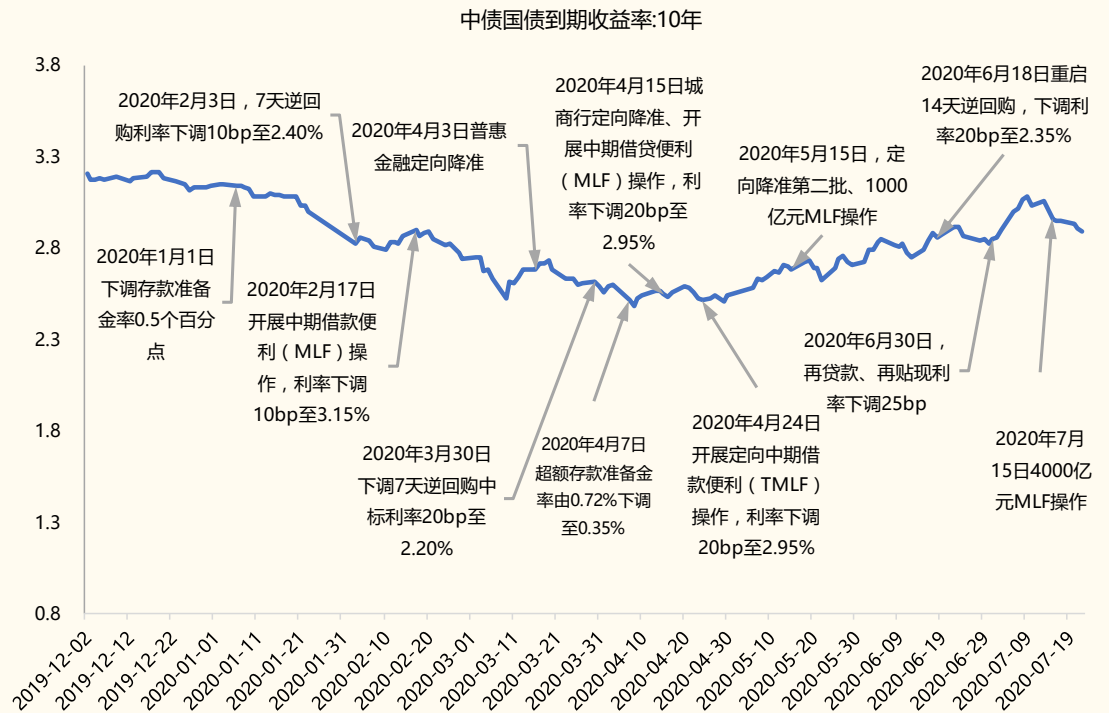
近几个月来，市场利率中枢逐步上升，压缩金融空转套利的空间。近期市场利率中枢逐渐上行向政策利率靠拢，不断压缩金融空转套利空间，与此同时，央行不断推出和强化各类结构性“直达”工具，加大其对商业银行的吸引力，强化金融资源向中小微企业的定向输送力度，促使宽信用对宽货币的依赖程度下降。从4月7日起，中国人民银行决定将超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。这是央行12年来首次调整超额存款准备金利率。**IOER利率的下调，并不是像**

¹ 引号中内容为《正确认识应对非常事件的货币政策》原文引用

市场所预期的那样，打开了利率下降的空间。央行的目的是加大商业银行贷款的投放，从而使经济能有效地进入实体经济，改善资金空转的问题，为经济发展和稳企业保就业提供有利条件。

总的来说，5月以来货币政策没有再度宽松，呈现边际收紧的状态，但不会主动紧缩。从政策基调来看，这种调整属于货币政策的动态变化，具有高度的灵活性，货币政策总基调依然呈现宽松态势。

图表 1: 今年以来我国货币政策的调节 (%)



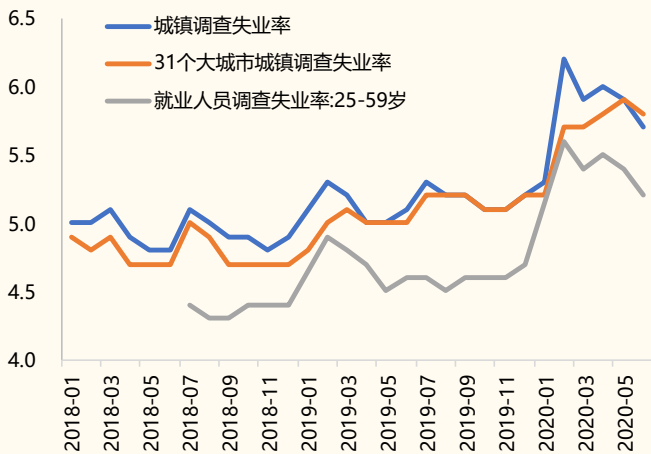
来源: Wind, 国金证券研究所

当前来看，观察货币政策变化的重要时间窗口是 8 月份，主要基于两方面考虑：

一方面，随着高校学生毕业，失业率会有所攀升。6 月份，全国 20—24 岁大专及以上学历人员调查失业率为 19.3%，分别比上月和上年同期上升 2.1、3.9 个百分点。就业压力的阶段性提升，可能意味着会实施就业优先政策，货币政策需要边际宽松。

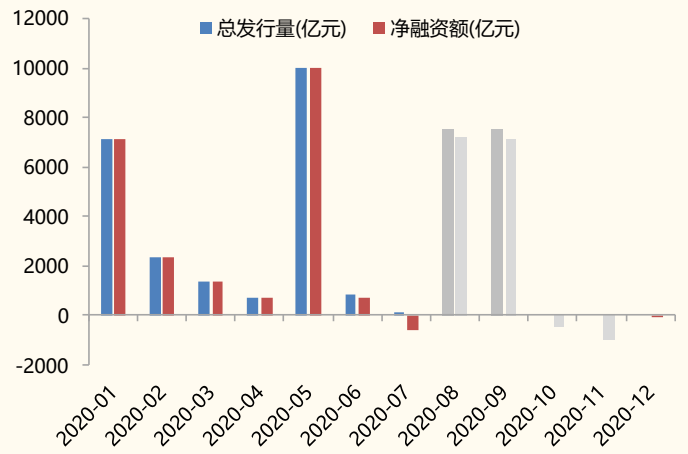
另一方面，地方政府专项债发行力度也将明显增大。今年新增地方政府专项债 3.75 万亿元，按照当前发行进度，还剩余 1.5 万亿元地方专项债额度需要发行。预计 8、9 月份地方专项债的发行力度将明显加大，需要货币政策适当边际调整，以避免与此引发的流动性被动收紧。

图表 2: 失业率存在阶段上升可能



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 8、9月份地方专项债发行量加大²



来源: Wind, 国金证券研究所

二、货币政策难以持续边际收紧的四点理由

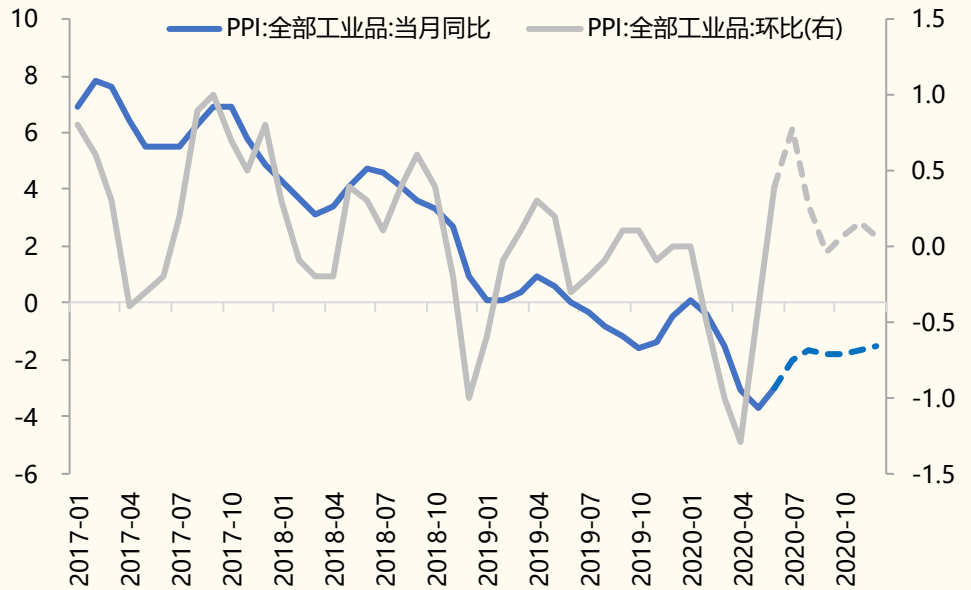
(1) 货币政策难以持续边际收紧: PPI 依然呈现通缩状态

在当前经济弱复苏的背景下，财政、货币双宽松的格局将保持不变。4月以来我国经济复苏明显，但增长动能依然偏弱。疫情冲击下，政策的应对组合与历史上 1998-2001 年类似，先是财政货币双扩张，随后政策重心转向财政扩张，货币保持相对稳定。总体来看，当前经济弱复苏背景下，财政、货币双宽松的格局将保持不变。

从通胀的角度来看，货币政策相对更加关注 PPI。2020 年上半年，PPI 保持下降走势，PPI 由去年同期上涨 0.3% 转为下降 1.9%，降幅比一季度扩大 1.3 个百分点。具体来看，1 月份，PPI 环比持平，同比上涨 0.1%；受疫情因素影响，2 月份起，PPI 环比和同比转降，环比降幅从 0.5% 扩大至 4 月份的 1.3%，同比降幅从 0.4% 扩大至 4 月份的 3.1%。随着疫情防控形势趋稳向好，复工复产进度加快，需求有所改善，5 月份 PPI 同比触底回升，6 月份，PPI 环比止降转涨，上涨 0.4%，同比降幅收窄至 3.0%。预计 PPI 将继续改善，但全年依然呈现负增长状态，PPI 并不存在通胀压力。（我们预计 Q3 和 Q4 PPI 同比分别为 -1.7% 和 -1.4%。）

² 8、9 月为预测数据

图表 4: 预计 PPI 将继续改善, 但全年依然呈现负增长状态



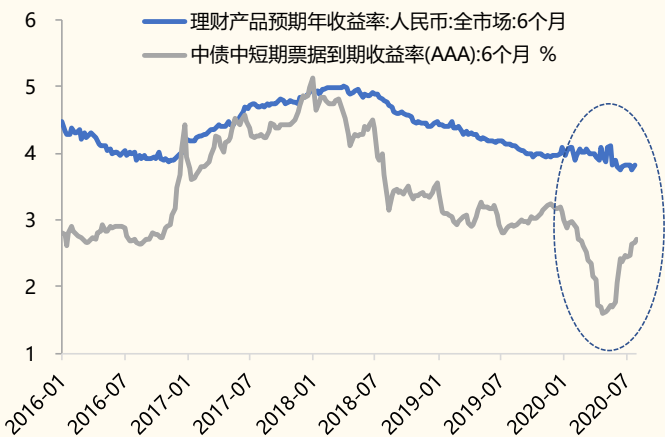
来源: Wind, 国金证券研究所

(2) 货币政策难以持续边际收紧: 资金空转已经有所缓解

疫情冲击下, 债券市场利率大幅下行, 与此同时理财产品利率相对刚性, 这就造成了企业债券与理财利差不断扩大, 伴随着套利空间的扩大, 资金空转问题有所加剧。到四、五月份时, 企业债券与理财产品利差大幅扩大, 利差超过了 2%, 部分企业通过发行债券的方式获取资金, 进而购买理财、结构性存款等产品, 资金空转套利程度有所加大。

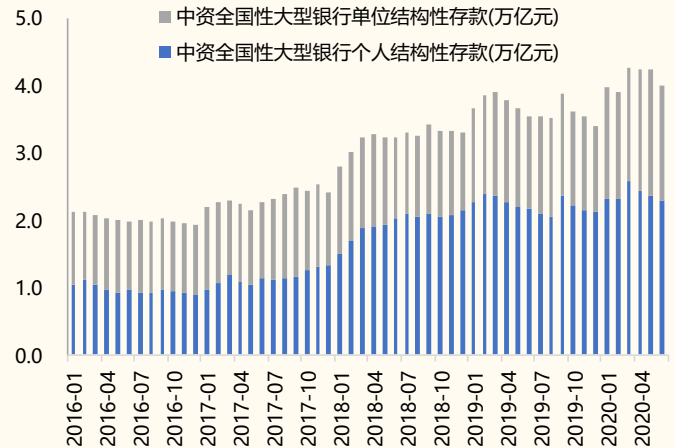
当前, 企业债券收益率逐步回升, 企业债券与理财利差相对收窄, 资金空转状况得到明显缓解。在 5 月份的政府工作会议上, 李克强也指出要加强对资金“空转”套利的监管, 创新直达实体经济的货币政策工具, 推动企业便利获得贷款, 推动利率持续下行。

图表 5: 资金空转套利空间有所收窄



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 结构性存款规模上升



来源: Wind, 国金证券研究所

(3) 货币政策难以持续边际收紧：中美关系存在不确定性

年初，中国和美国签署中美第一阶段经贸协议，延续近两年贸易冲突暂告一段落。当前全球经济总体延续复苏态势，但贸易摩擦、地缘政治、主要发达经济体货币政策异常等加大了全球经济和金融市场的确定性，外部环境发生明显变化。自中美贸易战爆发以来，持续升级的贸易摩擦给中美两国甚至全球经济发展带来很大的不确定。2020年1月15日，中国和美国签署中美第一阶段经贸协议，延续近两年贸易冲突暂告一段落，美方将履行分阶段取消对华产品加征关税的相关承诺。

但疫情发生以来，中美之间的冲突有所升温，特别是在香港国安法通过以后，美国在多方面对中国施压，对中国实行运输以及涉港官员签证等多方面进行限制。从长期看，如果中美贸易摩擦继续升级并持续下去，势必对我国产业链、就业、经济增速等带来长期且深远的影响。

中美关系的不确定性是未来需要关注的重要风险点。因此，从货币政策角度来看，当前货币政策要为中美关系的异常变动，预留相应的政策空间。

图表 7: 近期中美冲突有所加剧

日期	中美关系
2020年7月14日	美国总统特朗普在白宫玫瑰园举行的新闻发布会上宣布已签署“香港自治法案”
2020年6月26日	美国国务院宣布对中方有关涉港官员等实施签证限制
2020年6月3日	美国运输部宣布，自6月16日起暂停所有中国航空公司往返中美的客运航班，后修改为每周运营两班。
2020年5月12日	中国国务院关税税则委员会公布第二批（600亿美元商品）对美加征关税商品第二次排除清单。
2020年4月24日	美国联邦通信委员会（FCC）向“中国政府拥有”的4家通信公司，发出“自证”命令。
2020年3月6日	美国贸易代表办公室(USTR)公布了对3000亿美元加征关税商品清单项下的产品第一批排除公告

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_3298



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn