

2020年4月7日

证券研究报告/宏观研究/宏观专题报告



从调控框架展望货币政策：价量有空间

分析师：沈彦东

执业证书：S0380519100001

联系电话：0755-82830333 (195)

邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕

联系电话：0755-82830333 (198)

邮箱：panyx@wanhesec.com

主要观点：

新冠肺炎疫情爆发以来，货币政策整体较为谨慎，以定向的、结构性政策为主。在疫情的冲击下，国内一季度经济预计“深蹲”，未来货币政策如何发力？分析货币政策的走向离不开货币政策调控框架，本文将通过介绍我国货币政策的调控框架和历次降息周期的背景来展望未来货币政策的走向。

随着经济发展和改革需要，我国货币政策框架正在由以存款准备金制度为核心的数量型货币政策，向以价格型工具为核心的货币政策调控体系转型，2013年以来，央行创设了多种新型政策工具，并建立了利率走廊机制调控短期利率。SLF成为利率走廊上限，超额准备金利率为理论下限，而逆回购利率和MLF利率作为政策利率，发挥利率锚的作用，以收窄利率走廊区间，形成了“利率走廊+政策利率”的调控框架。所以目前这个阶段，逆回购利率、MLF利率、SLF利率等都是重要的政策利率，构成了当前国内的基准利率框架。但我国利率传导机制存在阻滞，存贷款基准利率市场化程度有待提高。

回顾国内不同时期基准利率的变化，我国目前经历了六轮降息周期，1990-1993年、1996-1999年、2005年、2008年、2012年、2014-2015年。其中五次降息均有相似的背景，如经济下行、通胀回落以及海外金融危机的影响；2005年则是为金融市场改革开放提供有利条件。

我们认为，在美联储进入零利率、全球纷纷量化宽松的外部环境下，我国央行表现颇具定力，以结构性货币政策为主，定向支持实体经济。但随着疫情在海外的快速蔓延，全球贸易受到严重冲击，我国中小企业经营困难普遍加大，在内外需求乏力的情况下，财政政策是主要发力点，刺激需求抬升，货币政策预计将配合财政政策进一步加码，全面降准、降息、调降存款基准利率可期。

风险提示： 海外疫情出现拐点、通胀压力加大、人民币贬值压力加大

目录

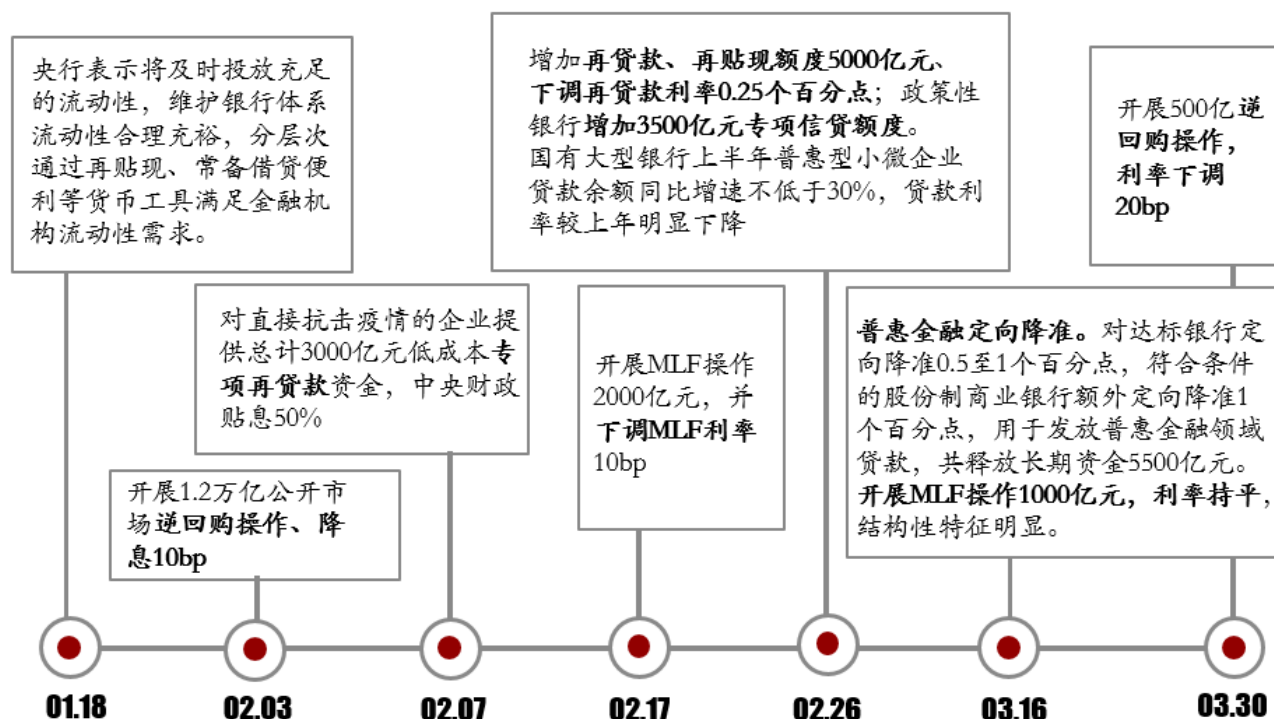
一、	春节以来货币政策整体较为谨慎	4
二、	货币政策框架——国内演变及国际对比	4
	（一）我国货币政策框架：从数量型向价格型转变，利率双轨仍待解决	4
	（二）欧美货币政策框架：采用价格型，并形成利率走廊机制	7
三、	国内历次降息背景回顾	10
四、	货币政策展望：配合财政加码，货币政策空间仍存	13
	（一）基本面分析	13
	（二）货币政策展望：配合财政加码，货币政策空间仍存	17
五、	风险提示	19

图表 1 春节以来央行主要货币政策	4
图表 2 国内利率走廊 (%)	6
图表 3 美国存款准备金比例	7
图表 4 美国利率走廊 (%)	9
图表 5 欧洲利率走廊 (%)	9
图表 6 基准利率走势 (%，右轴：CPI)	10
图表 7 中美基准利率走势 (%)	11
图表 8 国内历次降息周期回顾	12
图表 9 工业生产情况 (%)	14
图表 10 拉动经济的三驾马车增长情况 (%)	14
图表 11 固定资产投资完成额 (%)	14
图表 12 拉动经济的三驾马车增长情况 (%)	14
图表 13 发电耗煤量和高炉开工率情况 (万吨，%)	15
图表 14 海外 PMI (%)	15
图表 15 CPI (%)	15
图表 16 CPI 翘尾因素分布	15
图表 17 食品价格 (元/公斤)	16
图表 18 工业品价格指数 (点 (右轴)，美元/桶)	16
图表 19 2020 年 3 月美联储货币政策措施	16
图表 20 美元走势	17
图表 21 CFETS 人民币汇率指数	17

一、春节以来货币政策整体较为谨慎

新冠肺炎疫情爆发以来，货币政策整体较为谨慎，以定向的、结构性政策为主。“新冠肺炎”是2020年开年来的最大“黑天鹅”事件，春节以来，央行高度关注疫情防控，价量并举维护银行体系流动性稳定。国内的货币政策可以划分为三个阶段：1) 1月中下旬到2月初，央行主要通过流动性投放、调降OMO利率保持金融体系流动性充足。2) 2月通过专项再贷款等重点加强对疫情防控地区和行业的货币信贷支持。3) 2月下旬以来，货币政策着重加大对企业复工复产的支持，特别是小微企业，具体包括增加再贷款再贴现额度、普惠金融定向降准等，对冲疫情对经济的影响。

图表 1 春节以来央行主要货币政策



资料来源：央行、万和证券研究所

在疫情的冲击下，国内一季度经济预计“深蹲”，未来货币政策如何发力？3月30日OMO利率的超预期的下调幅度是否意味着降息周期的开启？分析货币政策的走向离不开货币政策调控框架，本文将通过介绍我国货币政策的调控框架来展望未来货币政策的走向。

二、货币政策框架——国内演变及国际对比

(一) 我国货币政策框架：从数量型向价格型转变，利率双轨仍待解决

货币政策框架是包括货币政策目标、手段和传导机制的总和。从政策目标来

看，自 1984 年中国人民银行专门行使中央银行职能开始，央行的年度目标就是维护价格稳定、促进经济增长、促进就业和保持国际收支大体平衡，此外还要承担起推动改革开放和发展金融市场的重任。从调控框架来看，随着经济发展和改革需要，我国货币政策中介目标逐步从广义货币供应量转向利率工具，货币政策框架也正在由以存款准备金制度为核心的数量型货币政策，向以价格型工具为核心的货币政策调控体系转型，转型过程根据关键政策利率、基准利率和货币政策工具的变化大致可以分为三个阶段。

1. 1984-2004 年：以传统货币政策工具开展数量型调控

2004 年之前，央行主要利用传统的货币政策工具对利率进行调控，如存贷款基准利率、再贴现/再贷款利率以及存款准备金率。其中，存贷款基准利率由央行直接设定，是长期以来国内存款和贷款利率定价的基准利率，具有较强的信号传递作用。

2. 2004-2012 年：公开市场操作常态化，数量和价格型调控相结合

央票兼具价格型和数量型特征，央票发行利率成为存贷款基准利率之外的重要政策利率，并具有一定利率锚的作用。2004~2012 年期间，央行对正回购、逆回购、发行央票等传统公开市场操作工具的运用逐渐常态化。由于 2012 年之前外汇占款扩张叠加强制结售汇制度导致流动性被动投放，正回购和央票使用较多，逆回购使用相对较少，而且正逆回购主要是数量上的操作，利率变动较少，尤其逆回购利率在 2012 年之前未调整过。2004-2012 年间，央票发行利率密切跟随存贷款基准利率，而银行间质押式回购利率基本围绕央票发行利率波动，央票利率对银行间市场具有明显的利率引导作用。

培育 Shibor 作为货币市场基准利率。Shibor 利率从 2007 年 1 月开始正式对外公布，央行于同年的四季度货币执行报告中表示，“Shibor 的运行标志着中国货币市场基准利率培育工作全面启动”，初步确立了 Shibor 作为货币市场基准利率的地位，目前 Shibor 已经发展成为我国重要的市场化基准利率之一。

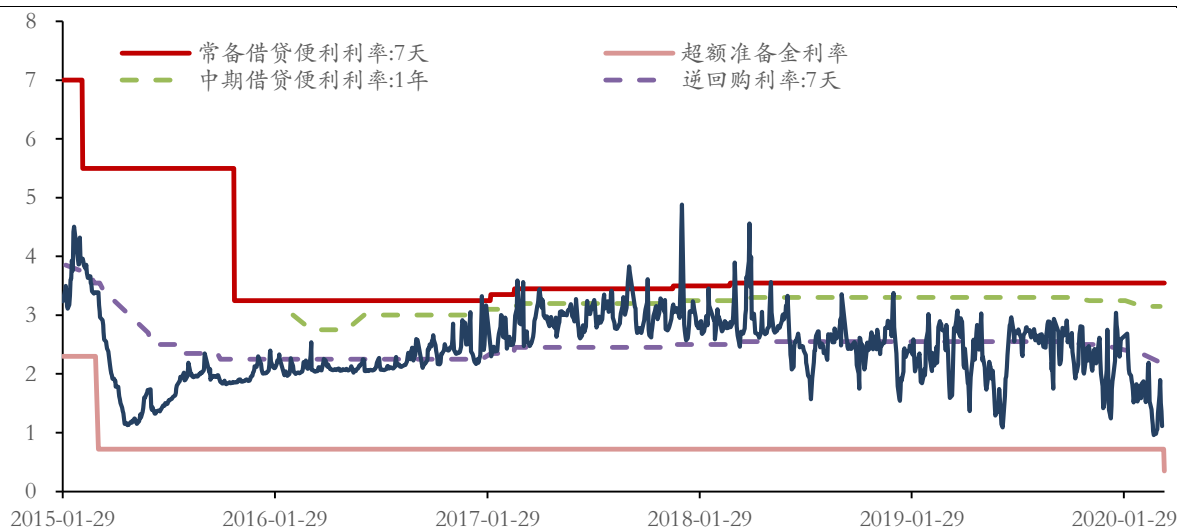
3. 2013 年至今：向价格型调控转型，构建利率走廊和宏观审慎双支柱框架

创设新型货币政策工具。2013 年以来，央行积极探索货币政策从数量型向价格型调控转变，创设了多种新型政策工具，包括短期流动性调节工具（SLO）、临时流动性便利（TLF）、常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等，可以满足国内金融机构不同期限的流动性需求。

公开市场常态化，培育 DR007 成为市场化基准利率。从 2012 年开始，随着央票发行逐渐淡出，逆回购操作开始进入常态化，2016 年建立公开市场每日操作常态化机制，逆回购利率开始发挥其作为政策利率对货币市场利率的引导作用。央行自 2014 年 12 月开始发布存款类机构 7 天质押回购利率 DR007，并在之后的货币政策执行报告中多次强调 DR007 能够更好地反映银行体系流动性松紧状况，对于培育市场基准利率有积极作用。由此来看，随着 DR007 稳定性程度以及对货币政策意图的反映的灵敏性不断提高，未来可能发展为央行观察银行体系流动性状况的主要指标之一。

构建国内利率走廊，稳定短期利率。2015 年以来，央行多次在货币政策执行报告中提出“探索利率走廊机制，增强利率调控能力，理顺央行政策利率向金融市场乃至实体经济传导的机制”。当前利率走廊的显性走廊上限为 SLF 利率，下限是超额存款准备金利率，但由于超额存款准备金利率调整有限，利率走廊宽度较大。因此在正式的利率走廊之内，央行继续用公开市场操作建立“隐性的走廊下限”，使得短端利率在一个更窄的利率走廊内波动，逆回购利率和 MLF 利率等作为政策利率，发挥了不同期限货币市场利率锚的作用。

图表 2 国内利率走廊 (%)



资料来源：央行、万和证券研究所

完善货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架。央行在 2016 年四季度的货币政策执行报告中首次提出货币政策和宏观审慎政策的“双支柱”调控框架。货币政策主要针对整体经济和总量问题，侧重于经济、就业增长和物价稳定；宏观审慎政策则直接和集中作用于金融体系本身，通过 MPA 考核，对银行本身的杠杆率、信贷扩张、和流动性等方面进行约束，从而抑制同业

业务和表外业务的无序扩张，降低非银和影子银行的杠杆率，侧重于维护金融稳定，抑制金融顺周期波动。未来双支柱框架在疏通利率传导路径、补充MPA考核框架和加强政策协调方面或将继续完善。

完善 LPR 报价形成机制，推进贷款利率市场化。2019 年央行提出对 LPR 报价形成机制进行改革，明确以 LPR 作为各银行新发贷款定价的主要参考利率，同时积极推动存量浮动贷款定价锚向 LPR 转变，确立了 LPR 在贷款市场的基准利率地位。LPR 报价方式转为在 MLF 上加点，而加点幅度取决于银行资金成本、市场供求、风险溢价等因素。我国银行由于面临同业负债比例、流动性指标等监管要求，存款依然是负债的绝对主体，而存款利率锚定存款基准利率，相对具有刚性。所以即便 MLF 利率下调，对银行负债成本影响甚微，导致贷款市场利率难以显著下行，利率双轨问题仍然有待解决。

（二）欧美货币政策框架：采用价格型，并形成利率走廊机制

1、多国的中央银行逐渐放弃了以存款准备金制度为核心的数量型货币政策，转而采用以价格型工具为中心的货币政策调控体系。

美联储方面，为了治理七十年代的恶性通胀，美联储于 1979 年起将货币供应量 M1 增速作为中介目标，并将物价稳定列为首要目标。但随着金融创新的发展，货币增长波动加大，1987 年美联储将货币供应量目标由 M1 转向 M2，1994 年后，美联储不再盯住货币供应量，而是以联邦基金目标利率为中介目标，采用货币政策工具调整利率目标。美国法定存款准备金率很低，只对净交易账户有法定存款准备金的要求（交易账户是指期限短、流动性高的负债比例较高的账户）。

图表 3 美国存款准备金比例

	净交易账户	企业定期存款	欧洲货币负债
	0-1630 万：豁免；		
法定存款准备金率	1630 万-12420 万：3%；	0%	0%
	12420 万以上：10%		

资料来源：美联储、万和证券研究所

欧洲央行方面，欧洲央行的常规货币政策工具也包括公开市场操作、常备窗口便利、最低存款准备金等。金融危机之前，欧央行最低准备金比率为 2%，欧债危机之后被降为 1%，可见存款准备金并非欧央行的主要政策工具。

值得指出的是，虽然美国和欧洲央行的法定存款准备金率很低，但是 2008

年金融危机后，欧美银行体系超额存款准备金率较高，根据估算，美国银行体系超储率最高时超过 23%，目前超储率在 12% 左右；欧元区银行体系超储率在 10% 左右，日本则超过 20%。从总的存款准备金率的国际比较而言，我国存款准备金率处于中等水平，但欧美银行超储率高是由于金融危机后各国央行采取非常规货币政策，进而导致大量流动性滞留银行体系，我国央行仍在采取常规货币政策，所以总的准备金率可比性不高，我国降准空间仍存。

2、形成利率走廊机制调控短期利率

美国利率体系形成了“联邦基金目标利率→市场利率→存贷款利率”的传导机制，并形成利率走廊机制调控利率。美国的利率体系包括美联储决定的政策利率和交易形成的市场利率，其中关键政策利率是联邦基金目标利率，市场利率为在各交易市场上形成的不同货币市场利率，如联邦基金利率（EFFR）、回购利率、LIBOR 等。具体来说，美联储议息会议决定联邦基金目标利率，然后通过各类货币政策工具影响联邦基金利率，使其能够在目标利率范围内波动，进而影响回购市场交易利率，并最终传递至银行负债和资产端定价。2008 年之前，美联储主要通过公开市场操作来调节市场流动性，即通过向一级交易商买入或者卖出债券，影响银行准备金规模，从而使得联邦基金利率维持在目标利率附近。2008 年之后，美联储利用利率走廊机制实施了量化宽松等在内的非常规货币政策，在向货币市场注入空前流动性的同时仍然能将市场基准利率控制在目标利率附近。

在利率走廊的设计方面，首先是美联储于 2008 年 10 月开始施行存款准备金利率政策，对应的法定存款准备金和超额存款准备金利率分别为 IORR 和 IOER。当银行可以从央行获得最低准备金利息，就不会以低于该水平的利

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_5997

