

“稳增长”下的政策定力

——《2019 年三季度货币政策执行报告》点评

11 月 16 日，央行发布《2019 年三季度货币政策执行报告》（下文简称《报告》）。11 月 18 日，央行开展 1800 亿元 7 天逆回购操作，中标利率为 2.5%，较此前下调 5bp。

一、宏观经济：增长压力下的政策空间

国际方面，“全球经济增长放缓，主要经济体货币政策转向宽松”为我国央行提供了政策空间：一是判断贸易摩擦“虽然近期风险有所缓和，但不确定性犹存”；二是提出“金融体系脆弱性继续上升”；三是认为全球货币政策调控的挑战，由二季度的“低通胀”升级至“低增长、低通胀、低利率”。

国内方面，央行对国内经济的表述由二季度的下行压力“加大”调整为“持续加大”，并新增“外需减弱对出口增长形成压力”。逆周期调节的力度因此也由二季度的“适时适度”升级为“强化”。

简而言之，全球货币“宽松潮”与国内加大的经济下行压力确定了未来货币政策边际宽松的大方向。央行同时强调“加强结构调整”，意味着货币政策未来仍会重点关注结构性问题。

二、物价形势：CPI 与 PPI 将趋于收敛

央行表示“我国不存在持续通胀或通缩的基础”，并判断未来 CPI 与 PPI 走势将趋于收敛。在《报告》的专栏四中，央行解释了 CPI 同比涨幅走高主要是由猪瘟疫情等造成的供给冲击导致；而近几个月 PPI 同比降幅扩大则主要是受基数效应影响。央行判断食品价格上涨的冲击将逐步消退，将使得 CPI 同比增速回落，而 PPI 同比增速将随着基数效应的消退而回升。

据此，短期供给冲击导致的结构性通胀不会成为货币政策的掣肘因素。但央行也强调要“警惕通胀预期发散”，表明结构性通胀的扩散程度以及通胀预期的变化仍可能对货币政策的响应形成影响。

三、政策基调：“稳增长”下的“政策定力”

由于经济下行压力“持续加大”，此次《报告》中删去了二季度“把好货币供给总闸门”的表述，且强调“加强逆周期调节”，新增“保持社会融资规模合理增长”的表述，指向“稳增长”仍是当前货币政策的首要任务。为此，《报告》还在专栏一中论证了现阶段央行的缩表并不对应货币政策的收紧。

但另一方面，《报告》强调货币政策要“保持定力”，“主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位”，意味着我国货币政策虽有空间但仍需把握好节奏和力度，努力保持与利率“零下限”的距离。

三季度以来，银行体系的流动性整体充裕，但边际上有所趋紧。超储率方面，9月末金融机构超额存款准备金率为 1.8%，环比减少 20bp，同比增加 30bp，环比回落主要由季节性因素导致：与历史同期相比，三季度 1.8%的超储率属于 2015 年以来的中上水平，显示银行体系流动性仍相对充裕。但从货币市场利率看，三季度以来银行间同业拆借加权平均利率和银行间质押式回购加权平均利率分别由二季度末的 1.7% 和 1.74%上行至 10 月末的 2.56%和 2.57%，显示流动性边际上有所趋紧。

四、政策重点：“降成本”支持实体经济

《报告》显示，今年以来实体经济融资成本下降并不显著，考虑到进一步压缩银行加点的难度较大，未来仍需下调 MLF 利率以引导贷款利率下行。虽然 1 年期 LPR 在 8 月和 9 月共较之前的贷款基准利率 4.35%下降了 15bp，但贷款利率下行幅度有限：截至 9 月末，贷款加



权平均利率为 5.62%，较 3 月末仅下降 7bp。在此背景下，央行于 11 月 5 日小幅调低 MLF 利率 5bp，从而进一步引导 LPR 下行。

央行未来会继续深化利率市场化改革，通过 MPA 考核等方式推动银行更多运用 LPR，进一步打破贷款利率隐性下限，疏通市场利率向贷款利率的传导渠道，并抓紧研究出台存量贷款利率基准转换方案。我们预计 2020 年一年期 LPR 利率或将进一步下行至 3.90%。

五、政策难点：流动性分层仍待疏解

5 月包商银行事件使得金融市场的流动性分层加剧，中小银行资产规模增速显著放缓。随着央行加大向市场投放流动性的力度，中小银行流动性压力略有缓解，2019 年 6 月至今中小银行与大型商业银行间的同业存单利差在经历快速走阔后逐渐收敛，但仍未恢复至事件之前的水平。

《报告》因此重点聚焦了中小银行问题，提出“深化中小银行改革”、“推动银行通过发行永续债等方式多渠道补充资本，重点支持中小银行补充资本”、“缓解局部性社会信用收缩压力”。

在政策工具的选择上，我们认为，未来央行或将淡化 TMLF，PSL 的重要性或将上升。一方面，《报告》提出“运用好定向降准、再贷款、再贴现等多种货币政策工具”，相较二季度的表述删除了“定向中期借贷便利”，与四季度央行未进行 TMLF 操作相印证。另一方面，9 月 PSL 操作在暂停半年后重启，此次《报告》亦提出“全面落实开发性、政策性金融机构改革方案”。

六、结论：货币政策存在宽松空间

总体来看，我们认为在政策空间打开的大背景下，未来的货币政策将倾向“稳增长”，主要将通过结构性政策发力，而结构性通胀并不会成为货币政策的掣肘因素。当前货币政策的根本问题仍在于传导机制不畅，表现为金融体系的流动性分层与实体经济的信用分层，是未来货

币政策的重点和难点。

具体而言，数量上，后续信贷将加大对制造业、基建、新消费、民营企业的定向支持力度，除定向降准、再贷款、再贴现等定向工具外，还可能通过 **PSL** 支持基建，但年内进一步降准的概率较低。价格上，未来仍需下调 **MLF** 利率以降低实体经济融资成本，但大概率不会下调房贷利率，考虑到 11 月已降息 5bp，下一次下调 **MLF** 利率大概率将在明年落地。

（评论员：谭卓 杨薛融）

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_8844

