

## 加强逆周期调节

### ——三季度货币政策执行报告点评

#### 一、三季度货币政策执行报告点评：加强逆周期调节

■ 11月16日，央行发布三季度货币政策执行报告，表示将“实施稳健的货币政策，加强逆周期调节”。具体来看：经济方面，经济下行压力持续加大，强调物价上涨的结构性特征明显。与Q2货币政策报告相比，Q3报告强调了“经济下行压力持续加大”，“物价上涨结构性特征明显”。针对持续上涨的CPI通胀和不断走低PPI水平，央行在专栏四中做了详细分析，认为“CPI同比涨幅走高，结构性特征明显，要警惕通货膨胀预期发散”，“PPI低位运行，通常反映工业需求偏弱，但近几个月PPI同比降幅扩大主要是受基数效应影响，并不意味着存在显著的工业品通缩压力”，认为我国经济运行总体平稳，“不存在持续通胀或通缩的基础”，因此稳健的货币政策将保持“持松紧适度”，“加强逆周期调节”。MLF小幅降息5bp，“促进市场风险偏好上升，提振了信心”。11月5日开展1年期中期借贷便利操作4000亿元，中标利率为3.25%，较上期下降5个基点，央行认为“促进市场风险偏好上升，提振了信心”，“中期借贷便利中标利率下降是金融机构平均边际资金成本降低的体现”。超储率较去年同期小幅上升，表明货币市场流动性相对平稳，贷款加权平均利率小幅下降。9月末，金融机构超额存款准备金率为1.8%，比去年同期高0.3个百分点。贷款加权平均利率小幅下降。9月，贷款加权平均利率为5.62%，比6月下降0.04个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为5.96%，比6月上升0.02个百分点。我们认为，当前我国经济的核心问题是资本回报率的持续低迷，从货币政策角度来看，提升企业资本回报率的重要抓手则在于降低企业融资成本。预计本月LPR报价或相应下调，明年上半年或再度下调MLF利率。2018年以来，名义利率总体呈现下降趋势，但扣除通胀以后的企业实际融资成本并没有下降。以企业部门为例，特别是制造业部门，实际利率需要用PPI增速来平减，价格走弱的幅度远大于名义利率下降的幅度，反而导致了企业实际融资成本的攀升，正在对企业资本开支、存货投资造成抑制作用。考察此前中国、美国、日本政策实践，在实际利率被动攀升时期，货币政策均是宽松的。因此，有必要通过降息引导降低实体经济融资成本，稳定和提振市场预期与信心。当前经济下行压力依然存在，核心CPI依然低迷、PPI同比依然偏弱，货币政策边际宽松的方向不会改变。当前房地产建安投资是国内工业品价格的重要支撑，但随着期房建设的完成，叠加房地产严控政策下，建安投资也将放缓，国内工业品价格也将面临下行压力。PPI下行将导致企业实际利率的被动攀升，考虑到猪肉等食品价格带动下CPI未来几个月仍将处于高位，虽然货币政策不会仅仅关注CPI，但持续大幅上升的猪通胀也是货币当局要考虑的问题之一。明年上半年降低MLF的概率依然较高，以引导LPR的进一步下行。

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

邱鼎荣 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

#### 二、全球央行观察

- 美联储：部分官员表示应维持利率不变，观察经济发展状况。
- 欧央行：部分官员表示货币政策不能解决经济中存在的全部问题。
- 其他央行：墨西哥、埃及央行降息。

#### 三、文献推荐

- 欧元区的菲利普斯曲线（NBER）。

**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。

正文如下：

### 一、三季度货币政策执行报告点评：加强逆周期调节

11月16日，央行发布三季度货币政策执行报告，表示将“实施稳健的货币政策，加强逆周期调节”，“注重预期引导，防止通胀预期发散，保持物价水平总体稳定”。具体来看：

**经济方面，经济下行压力持续加大，强调物价上涨的结构性特征明显。**与 Q2 货币政策报告相比，Q3 报告强调了“经济下行压力持续加大”，“物价上涨结构性特征明显”（Q2，“经济仍存在下行压力”，“物价和就业形势保持稳定”）。针对持续上涨的 CPI 通胀和不断走低 PPI 水平，央行在专栏四中也做了详细分析，认为“CPI 同比涨幅走高，结构性特征明显，要警惕通货膨胀预期发散”，“PPI 低位运行，通常反映工业需求偏弱，但近几个月 PPI 同比降幅扩大主要是受基数效应影响，并不意味着存在显著的工业品通缩压力”，认为我国经济运行总体平稳，“不存在持续通胀或通缩的基础”，因此稳健的货币政策将保持“持松紧适度”，“加强逆周期调节”。

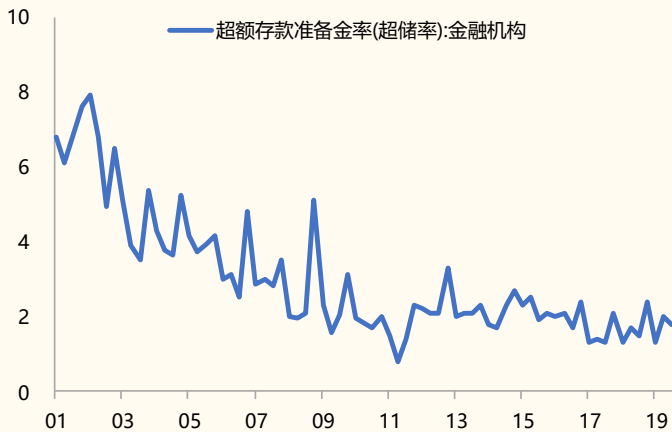
**MLF 小幅降息 5bp，“促进市场风险偏好上升，提振了信心”。**11月5日开展 1 年期中期借贷便利操作 4000 亿元，中标利率为 3.25%，较上期下降 5 个基点，央行认为“促进市场风险偏好上升，提振了信心”，“中期借贷便利中标利率下降是金融机构平均边际资金成本降低的体现”。我们认为央行降息超市场预期，但幅度较小，释放货币政策不会过紧的信号。10 月以前，市场对于降息的预期还是很高的，节后猪肉价格带动下，牛肉、羊肉、鸡蛋和鸡肉纷纷上涨，引发了对于通胀预期的担忧。央行也在 10 月 16 日“三季度金融统计数据新闻发布会”表示“当前中国并不存在持续通胀或者是通缩的基础，但是也要防止通胀预期扩散”，市场对于降息的预期明显降温。因此 11 月初的降息确实是超市场预期的，但降息幅度相对较低，更多是一个信号意义，表明虽然当前 CPI 通胀比较高，但货币政策也不会那么紧，向市场释放了一个积极的信号。此外，当前人民币汇率的稳定乃至小幅升值，也是央行小幅降息的良好外部环境。

**超储率较去年同期小幅上升，表明货币市场流动性相对平稳，贷款加权平均利率小幅下降。**9 月末，金融机构超额存款准备金率为 1.8%，比去年同期高 0.3 个百分点。贷款加权平均利率小幅下降。9 月，贷款加权平均利率为 5.62%，比 6 月下降 0.04 个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为 5.96%，比 6 月上升 0.02 个百分点；票据融资加权平均利率为 3.33%，比 6 月下降 0.31 个百分点；个人住房贷款加权平均利率为 5.55%，比 6 月上升 0.02 个百分点。央行表示“通过改革完善 LPR 形成机制，促进降低企业贷款实际利率的效果初步显现，9 月新发放企业贷款利率较 2018 年高点下降 0.36 个百分点”。

我们认为，当前我国经济的核心问题是资本回报率的持续低迷，从货币政策角度来看，提升企业资本回报率的重要抓手则在于降低企业融资成本。预计本月 LPR 报价或相应下调，明年上半年或再度下调 MLF 利率。2018 年以来，名义利率总体呈现下降趋势，但扣除通胀以后的企业实际融资成本并没有下降。以企业部门为例，特别是制造业部门，实际利率需要用 PPI 增速来平减，价格走弱的幅度远大于名义利率下降的幅度，反而导致了企业实际融资成本的攀升，正在对企业资本开支、存货投资造成抑制作用。考察此前中国、美国、日本政策实践，在实际利率被动攀升时期，货币政策均是宽松的。因此，有必要通过降息引导降低实体经济融资成本，稳定和提振市场预期与信心。当前经济下行压力依然存在、核心 CPI 依然低迷、PPI 同比依然偏弱，货币政策边际宽松的

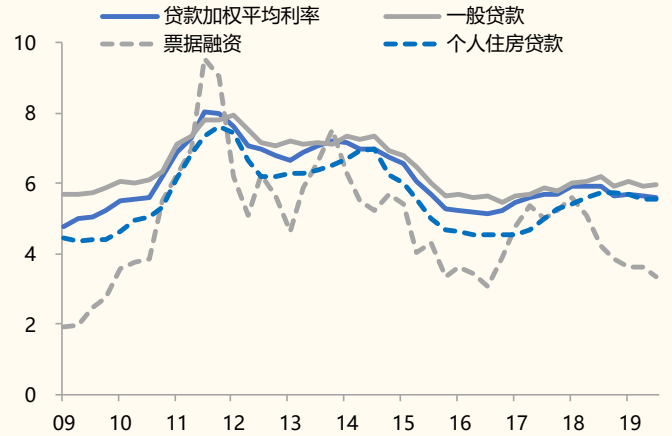
方向不会改变。当前房地产建安投资是国内工业品价格的重要支撑，但随着期房建设的完成，叠加房地产严控政策下，建安投资也将放缓，国内工业品价格也将面临下行压力。PPI 下行将导致企业实际利率的被动攀升，考虑到猪肉等食品价格带动下 CPI 未来几个月仍将处于高位，虽然货币政策不会仅仅关注 CPI，但持续大幅上升的猪通胀也是货币当局要考虑的问题之一，明年上半年降低 MLF 的概率依然较高，以引导 LPR 的进一步下行。同时，此前两次 LPR 报价的下降均源于银行点差，银行进一步压缩点差空间虽有限但仍有空间，在央行下调 MLF 利率以后，预计本月 LPR 报价或相应下调。

图表 1: 超储率较去年同期小幅回升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 贷款加权平均利率小幅下降 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

## 二、全球央行观察

### 1. 中国央行: 货币市场利率有所上升

国内货币市场利率有所上升。11月15日，R007、DR007、Shibor3M 分别较上周（11月8日）上升 49bp、32bp、7bp 至 3.02%、2.78%、3.02%。下周无逆回购、MLF 到期。

香港货币市场利率上升，Libor-Hibor 利差回落。11月15日，Hibor 隔夜、1周、3个月较上周（11月8日）分别上升 120bp、181bp、27bp 至 2.05%、3.10%、2.48%；1周 Libor-Hibor 利差回落至-152bp。

### 2. 美联储: 部分官员表示应维持利率不变，观察经济发展状况

费城联储主席巴克表示，美联储应该维持利率不变，观察经济发展状况。

圣路易斯联储主席布拉德表示，当前美联储应观察年内降息对经济的影响。

旧金山联储主席戴利表示，今年采取的降息使得政策处于良好水平；对于当前经济环境而言，政策利率是合适的。

美联储主席鲍威尔表示，经济扩张具有可持续性；没有理由认为经济下行的可能性走高；美联储对经济前景的预期仍然是经济持续温和增长。

纽约联储主席威廉姆斯表示，美联储降息是为了应对持续潜在的风险；如果前景发生实质性改变，将调整政策。

里奇蒙德联储主席巴尔金表示，在今年数次降息后，货币政策处于适度宽松状态。

### 3. 欧央行：部分官员表示货币政策不能解决经济中存在的全部问题

欧央行副行长金多斯表示，数据显示欧洲经济尚未陷入衰退，但经济增速将低于潜在增速；货币政策不能解决经济中存在的全部问题；当前仍有政策工具，但是政策的副作用变得更加明显。

欧央行管委魏德曼表示，德国并未处于经济危机中；不反对扩张性的政策，但必须考虑扩张程度。

### 4. 其他央行：墨西哥、埃及央行降息

11月15日，墨西哥央行将基准利率下调25bp至7.5%；埃及央行将基准利率下调100bp至12.25%。

## 三、文献推荐

### 欧元区的菲利普斯曲线

Laurence M. Ball, Sandeep Mazumder

(来源：NBER，地址：<https://www.nber.org/papers/w26450.pdf>)

本文提出了教科书菲利普斯曲线是否可以解释欧元区核心通胀行为的问题。该分析的一个关键特征是，我们用行业通货膨胀率的加权中位数来衡量核心通货膨胀，其波动性小于不包括食品和能源价格在内的通货膨胀的通用度量。我们发现自欧元创立以来，核心通货膨胀的波动可以通过三个因素很好地解释：预期通货膨胀（由预测者的调查衡量）；产出缺口（经合组织测算）；以及整体通货膨胀的传递。我们的规范解决了大萧条后“通货紧缩”的难题，并减少了近期经济复苏过程中“通货膨胀”的难题。

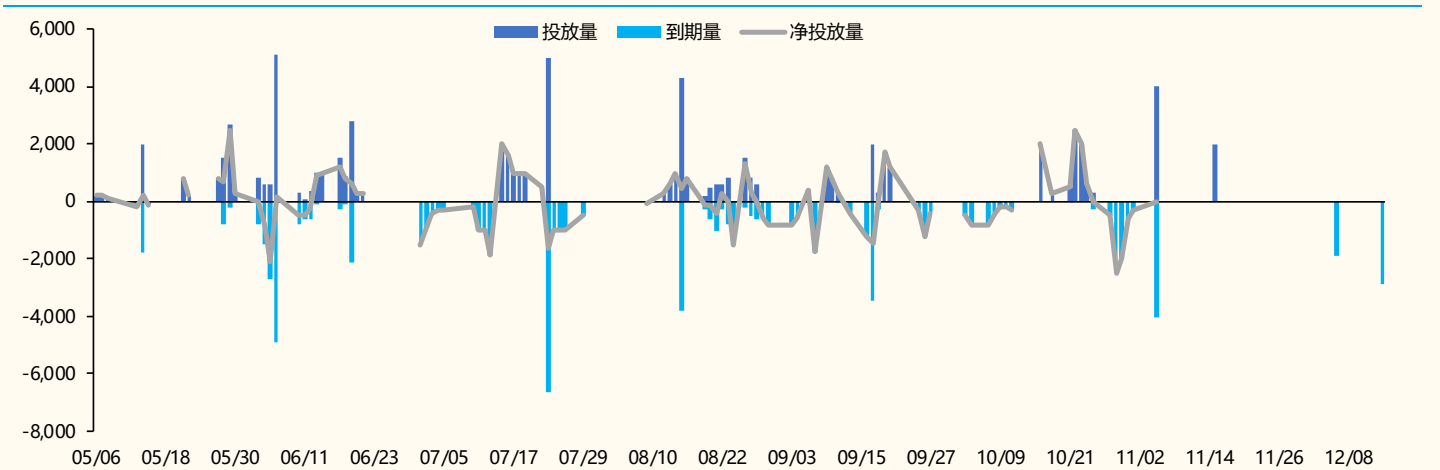
**图表 3: 2019 年以来全球主要央行政策利率的调整<sup>1</sup> (%)**

	国家/地区	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	19-09	19-10	19-11	当前利率	
降息	美国:联邦基金目标利率								-0.25	-0.25	-0.25		1.50-1.75	
	欧元区:存款便利利率									-0.10			-0.50	
	巴西:隔夜利率								-0.50	-0.50	-0.50		5.00	
	泰国:隔夜利率								-0.25			-0.25	1.25	
	中国香港:贴现窗利率								-0.25	-0.25	-0.25		2.20	
	土耳其:一周回购利率								-4.25		-3.25	-2.50		14.00
	韩国:基准利率								-0.25			-0.25		1.25
	马来西亚:隔夜利率						-0.25							3.00
	菲律宾:隔夜借款利率						-0.25			-0.25	-0.25			4.00
	印尼:基准利率								-0.25	-0.25	-0.25	-0.25		5.00
	印度:基准回购利率			-0.25		-0.25		-0.25		-0.35		-0.25		5.15
	南非:再回购利率								-0.25					6.50
	俄罗斯:关键利率							-0.25	-0.25		-0.25	-0.50		6.50
	澳大利亚:隔夜利率							-0.25	-0.25			-0.25		0.75
	新西兰:基准利率						-0.25			-0.50				1.00
	冰岛:基准利率						-0.50	-0.25		-0.25		-0.25	-0.25	3.00
	乌克兰:贴现利率					-0.50			-0.50		-0.50	-1.00		15.50
	智利:隔夜利率		+0.25					-0.50			-0.50	-0.25		1.75
	墨西哥:基准利率									-0.25	-0.25		-0.25	7.50
	埃及:贴现利率			-1.00						-1.50	-1.00		-1.00	12.75
丹麦:基准利率										-0.10			-0.75	
不变	日本:政策目标利率												-0.10	
	英国:再回购利率												0.75	
	中国台湾:担保放款利率												1.75	
	加拿大:隔夜目标利率												1.75	
	瑞士:3M LIBOR 目标利率												-0.75	
	保加利亚:基本利率												0.01	
	匈牙利:基准利率												0.90	
	波兰:28 日再回购利率												1.50	
	以色列:基准利率												0.25	
加息	挪威:银行同业存款利率				+0.25		+0.25			+0.25			1.50	
	瑞典:再回购利率		+0.25										-0.25	
	捷克:2 周再回购利率					+0.25							2.00	

来源: Wind, 国金证券研究所整理

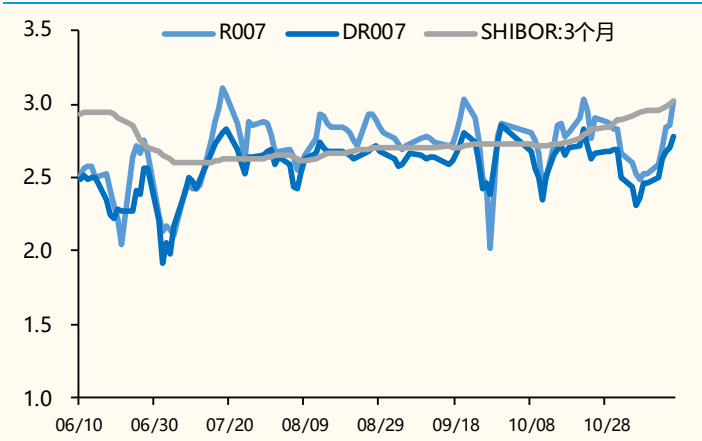
<sup>1</sup> 截至 2019 年 11 月 16 日

图表 4: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



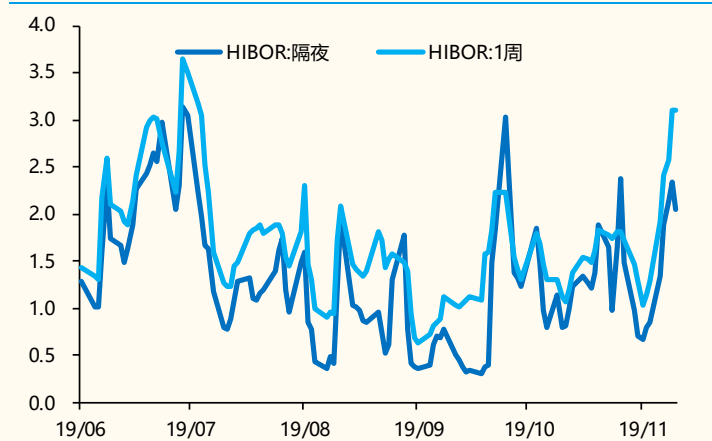
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 国内货币市场利率回升 (%)



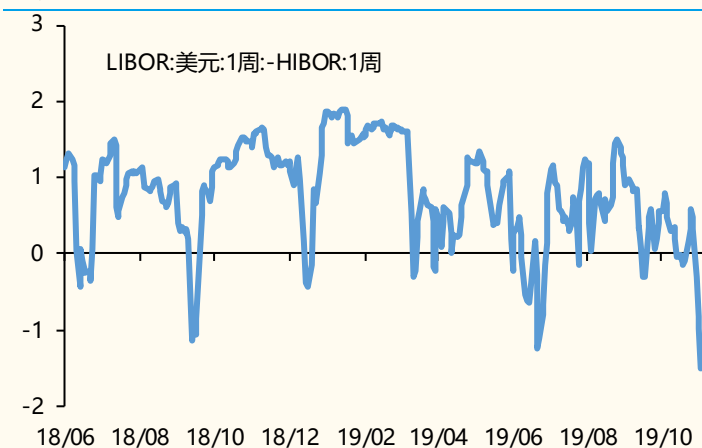
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 香港货币市场利率上升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: Libor-Hibor 利差小幅回落 (%)



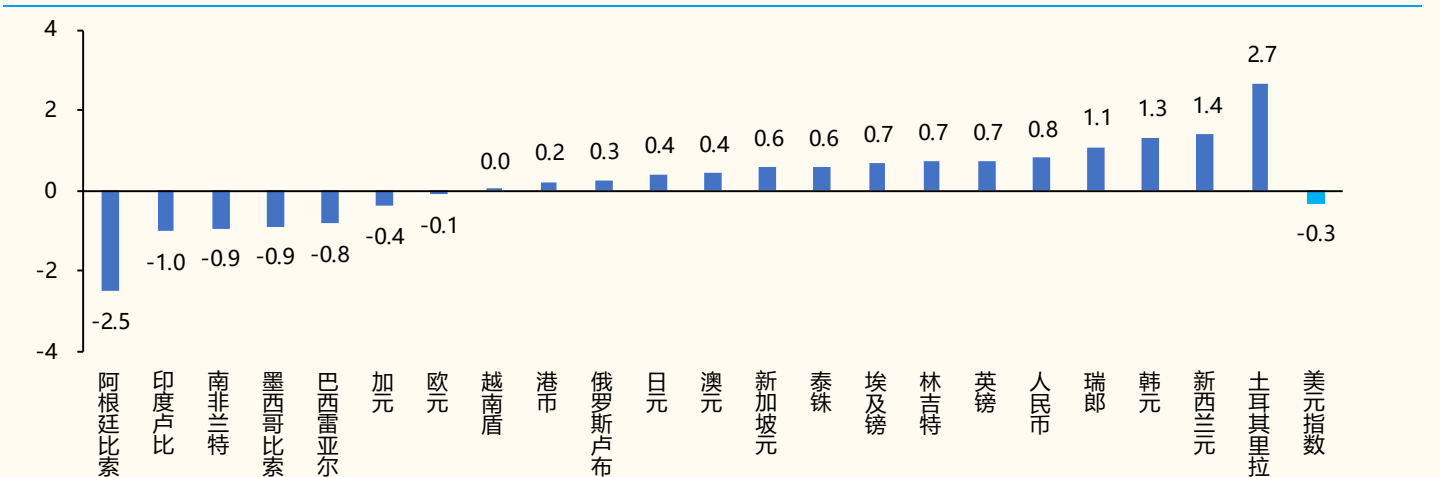
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: CME 数据显示的美联储降息概率 (11.16)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 150-175bp)				
	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175
2019/12/11			0.0%	0.7%	99.3%
2020/1/29	0.0%	0.0%	0.1%	13.8%	86.1%
2020/3/18	0.0%	0.0%	1.9%	23.4%	74.6%
2020/4/29	0.0%	0.7%	9.8%	42.1%	47.4%
2020/6/10	0.0%	0.6%	7.8%	35.2%	46.3%
2020/7/29	0.1%	1.3%	10.5%	36.3%	42.7%
2020/9/16	0.2%	2.4%	13.6%	37.0%	38.7%
2020/11/5	0.4%	3.6%	16.1%	37.2%	35.5%

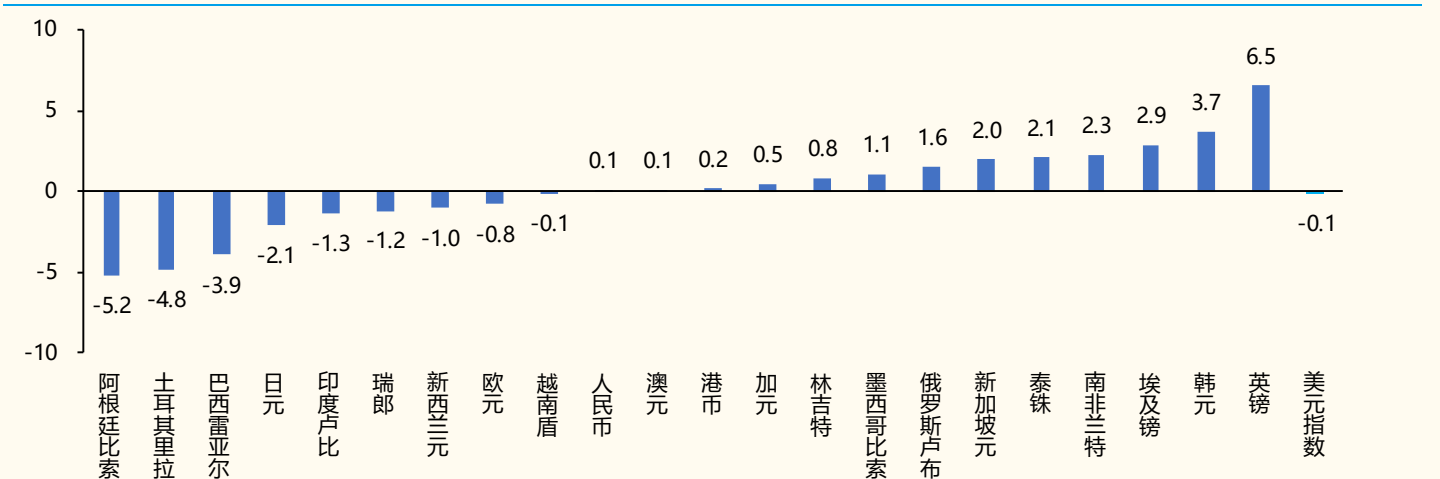
来源: CME, 国金证券研究所

图表 9: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



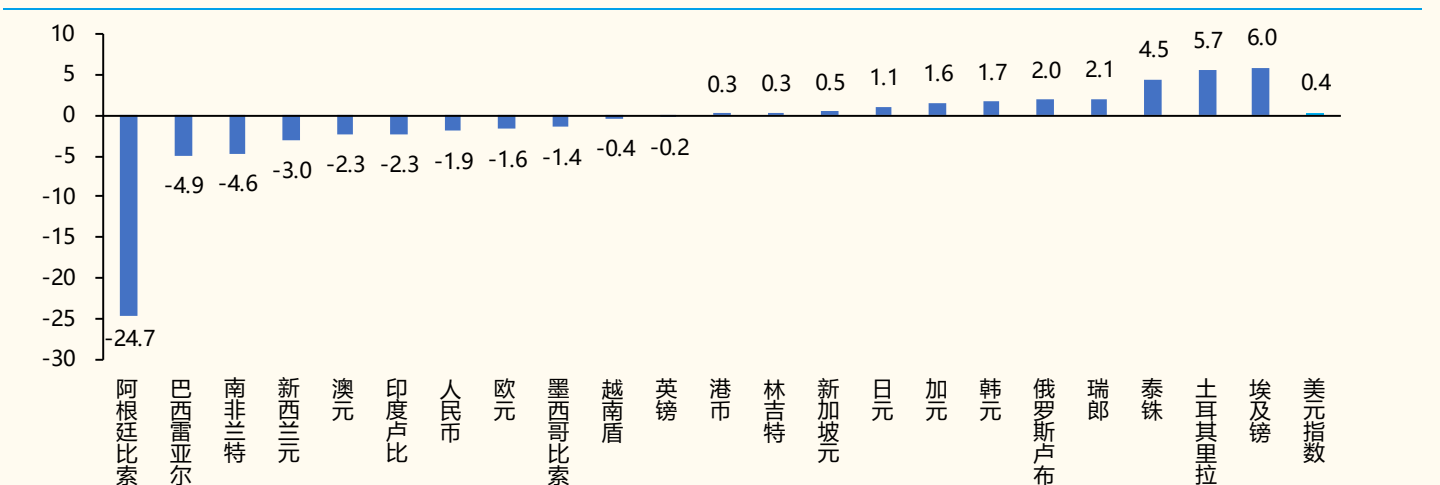
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 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 11: 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 12: 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
11月15日	今日是对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点的第二次调整，释放长期资金约400亿元。同时，人民银行开展中期借贷便利（MLF）操作2000亿元。对冲税期高峰等因素后，银行体系流动性总量处于合理充裕水平。
11月14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。
11月13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。
11月12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。
11月11日	目前银行体系流动性总量处于较高水平，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 13: 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
11月15日	圣路易斯联储主席布拉德	2019年	当前美联储应观察年内降息对经济的影响。
11月15日	纽约联储主席威廉姆斯	永久	美联储降息是为了应对持续潜在的风险；如果前景发生实质性改变，将调整政策。
11月14日	美联储主席鲍威尔	永久	经济扩张具有可持续性；没有理由认为经济下行的可能性走高；美联储对经济前景的预期仍然是经济持续温和增长。
11月14日	费城联储主席哈克	2020年	美联储应该维持利率不变，观察经济发展状况。
11月14日	旧金山联储主席戴利	2021年	今年采取的降息使得政策处于良好水平；对于当前经济环境而言，政策利率是合适的。
11月13日	里奇蒙德联储主席巴尔金	2021年	在今年数次降息后，货币政策处于适度宽松状态。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 14: 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
11月16日	欧央行管委魏德曼	德国并未处于经济危机中；不反对扩张性的政策，但必须考虑扩张程度。
11月14日	欧央行副行长拉戈斯	数据显示欧洲经济尚未陷入衰退，但经济增速将低于潜在增速；

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\\_8922](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8922)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn