

当前我国货币政策的空间、幅度和节奏

一、当前我国货币政策的空间、幅度和节奏

■ **与美欧日相比，我国货币政策明显更有空间。**当前美联储联邦基金利率下限为225bp，欧央行存款便利利率为-40bp，日本央行政策利率为-10bp。与金融危机前相比，主要央行利率政策的空间明显是不足的，在面对下一次危机时，只能再次依赖央行资产负债表的扩张，来压低长期利率水平。与美欧日相比，我国货币政策明显更有空间。从本质上看，利率水平是由经济环境内生决定的，我国相对较高的潜在增速，意味着较高的自然利率水平；美欧日潜在增速则相对较低，相应的自然利率水平也相对较低，这是我国货币政策明显更有空间的本质原因；从货币政策工具来看，当前我国存款准备金率还比较高，还具有下调空间。以7天逆回购利率衡量的短期利率水平（2.55%），2018年3月上调5bp以后一直保持稳定，也可以适当小幅下调。此外，从长期来看，我国货币政策调控方式在从数量型向价格型主导转变的过程中，也需要较低的存款准备金水平。但**货币宽松的幅度相对有限**。一方面，我国今年6.0-6.5%的经济增长目标可以实现，货币政策没有大幅放松的必要性。货币政策的大幅宽松并不利于结构性去杠杆的实现，将对经济结构再平衡造成负面影响，不利于经济高质量发展的实现；另一方面，金融资产，特别是房价约束下，货币政策难以大幅宽松。通常来讲，货币政策存在两种效应，分别为费雪效应和流动性效应。费雪效应即推升实体经济通胀，在实体经济融资需求弱、货币政策传导受阻的情况下更多体现为流动性效应，即推升金融资产价格。2015年股市的大幅上涨一个重要原因就是货币政策流动性效应；国际上来看，危机后主要央行大规模资产负债表的扩张也推升了金融资产的价格。当前我国来看，金融资产价格、特别是房价是货币政策的重要约束，这样的情况下，货币政策宽松空间存在，但宽松幅度相对有限，这也是货币政策稳健、预调微调、不搞“大水漫灌”的主要原因。**货币政策节奏来看，虽然美联储已经降息，但我国短期立刻降息的必要性并不足。**在当前总需求偏弱的背景下，仍需要相对宽松的货币环境。7月12日，货币政策司司长孙国锋在上半年金融统计数据新闻发布会表示“我国货币政策要坚持以我为主的原则，重点要根据中国的经济增长”。考虑到货币政策的独立性，以及汇率压力并不大，虽然美联储已经降息，但我国短期立刻降息的必要性并不足。总体来看，三四季度货币政策仍将保持边际宽松，预计将降准1次，同时随着PPI通缩压力的显现，逆回购、MLF等政策工具利率可能会在9月份之后下调。但如果中美贸易对抗再度升温，有可能降息的时间会提前。

二、全球央行观察

- **中国央行：稳健的货币政策保持松紧适度，及时预调微调。**
- **美联储：鲍威尔表示降息决定并不意味着宽松周期的开始，降息决定并不意味着宽松周期的开始，但可能会再降息，也可能会再次加息。**波士顿联储主席Rosengren表示，当前并没有放松货币政策的紧迫压力。
- **日本央行：黑田东彦表示将在必要时推出新的政策措施以防范风险，**日本央行货币宽松有空间，扩大宽松的选项很多，例如继续下调短期利率、下调长期利率目标、扩大央行资产购买、扩大基础货币等。
- **其他央行：英国央行维持利率不变，巴西央行降息。**

三、文献推荐

- 日本的通货膨胀预期曲线（BOJ）。

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。

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

正文如下：

一、当前我国货币政策的空间、幅度和节奏

与美欧日相比，我国货币政策明显更有空间。当前美联储联邦基金利率下限为225bp，欧央行存款便利利率为-40bp，日本央行政策利率为-10bp。与金融危机前相比，主要央行利率政策的空间明显是不足的，在面对下一次危机时，只能再次依赖央行资产负债表的扩张，来压低长期利率水平。与美欧日相比，我国货币政策明显更有空间。从本质上来看，利率水平是由经济环境内生决定的，我国相对较高的潜在增速，意味着较高的自然利率水平；美欧日潜在增速则相对家底，相应的自然利率水平也相对较低，这是我国货币政策明显更有空间的本质原因；从货币政策工具来看，当前我国存款准备金率还比较高，还具有下调空间。以7天逆回购利率衡量的短期利率水平（2.55%），2018年3月上调5bp以后一直保持稳定，也可以适当小幅下调。此外，从长期来看，我国货币政策调控方式在从数量型向价格型主导转变的过程中，马骏（2016）¹研究发现，过高的存款准备金率会削弱政策利率的传导效率，也需要较低的存款准备金水平。

但货币宽松的幅度相对有限。一方面，是我国今年6.0-6.5%的经济增长目标可以实现，货币政策没有大幅放松的必要性。货币政策的大幅宽松也不利于结构性去杠杆的实现，将对经济结构再平衡造成负面影响，不利于经济高质量发展的实现；另一方面，金融资产，特别是房价约束下，货币政策也不能够大幅宽松。通常来讲，货币政策存在两种效应，分别为费雪效应和流动性效应。费雪效应即推升实体经济通胀，在实体经济融资需求弱、货币政策传导受阻的情况下更多体现为流动性效应，即推升金融资产价格。2015年股市的大幅上涨很重要一个原因就是货币政策流动性效应；国际上来看，危机后主要央行大规模资产负债表的扩张也推升了金融资产的价格。当前来看，我国金融资产价格、特别是房价是对货币政策的重要约束，这样的情况下，货币政策宽松空间存在，但宽松幅度相对有限，这也是货币政策稳健、预调微调、不搞“大水漫灌”的主要原因。

货币政策节奏来看，虽然美联储已经降息，但我国短期立刻降息的必要性并不足。在当前总需求偏弱的背景下，仍需要相对宽松的货币环境。7月12日，货币政策司司长孙国锋在上半年金融统计数据新闻发布会表示“我国货币政策要坚持以我为主的原则，重点要根据中国的经济增长”。考虑到货币政策的独立性，以及汇率压力并不大，虽然美联储已经降息，但我国短期立刻降息的必要性并不足。总体来看，三四季度货币政策仍将保持边际宽松，预计将降准1次，同时随着PPI通缩压力的显现，逆回购、MLF等政策工具利率可能会在9月份之后下调。但如果中美贸易对抗再度升温，有可能降息的时间会提前。

具体来看：1）预计将降准1次，同时通过逆回购、MLF等方式提供流动性。2019年以来DR007中枢2.53%，相对2018年下半年中枢2.61%下降，表明流动性总体充裕。但DR007波动性明显较去年提高，因此，为保持流动性在当前中枢下稳定，我们预计逆回购操作的频率将有所提高，以熨平临时性因素导致的流动性波动。同时，我们预计今年还将降准1次，以便支持银行体系信贷的合

¹ 马骏,施康,王红林,等.利率传导机制的动态研究[J].金融研究,2016,1:31-49.

理扩张。准备金率的下调可以降低商业银行机会成本。准备金制度要求商业银行将一定比例的资金存放在中央银行，相当于增加了商业银行的机会成本，这一机会成本等于一般贷款加权平均与法定准备金利率之差。与“税收楔子”原理类似，尽管准备金是直接向商业银行征收的，但实际成本并不完全由商业银行承担，而是根据利率弹性的不同在银行、存款人及贷款人之间分摊，高准备金率会间接推高贷款利率，降准释放的资金可以降低商业银行机会成本。长期来看，我国货币政策调控方式在从数量型向价格型主导转变的过程中，过高的存款准备金率会削弱政策利率的传导效率。

2) 预计逆回购、MLF 等政策工具利率可能会在 9 月份之后下调。不过，如果中美贸易对抗再度升温，有可能降息的时间会提前。短期来看，随着三季度 PPI 通缩压力的显现，为避免实际利率的被动走高，需要下调政策利率，降息时间节点也开始临近。从长期来看，也有必要通过降息的方式来收窄利率走廊，完善政策利率调控机制。当前 7 天逆回购利率在引导 DR007 利率中已经开始发挥重要作用，需要进一步将逆回购操作常态化，以便更加清晰的向市场传递货币政策信号。同时，当前我国利率走廊宽度过宽，其中 7 天 SLF 利率为 3.55%，超额准备金利率 0.72%，利率走廊宽度为 283bp。我国与欧元区金融体系相类似，金融危机前欧央行利率走廊宽度为 200bp，相比而言，我国利率走廊宽度过宽，难以有效控制货币市场利率波动。因此，有必要逐步收窄利率走廊，当前超额准备金利率不便于上调，可逐步下调 7 天 SLF 利率与 7 天逆回购利率，这也与当前总需求走弱背景下，降低实体经济融资成本相一致。

二、全球央行观察

1. 中国央行：稳健的货币政策保持松紧适度，及时预调微调

国内货币市场利率下降。8月2日，R007、DR007、Shibor3M 分别较上周（7月26日）波动 17bp、0.3bp、2bp 至 2.68%、2.64%、2.65%。7月，央行展 SLF 操作共 355.1 亿元，其中隔夜 1.1 亿元，7 天 24 亿元，1 个月 330 亿元，期末 SLF 余额为 330 亿元；未开展 PSL 操作，期末 PSL 余额为 35028 亿元；开展 MLF 操作 4000 亿元，期限 1 年，利率为 3.30%，期末 MLF 余额为 33905 亿元。

8 月 2 日，央行召开 2019 年下半年工作电视会议，强调“坚持实施稳健的货币政策，保持松紧适度，及时预调微调。”具体来看：

下半年重点做好以下工作：一是坚持实施稳健的货币政策，保持松紧适度，及时预调微调。灵活运用多种货币政策工具，适时适度进行逆周期调节，保持流动性合理充裕，引导广义货币供应量和社融规模增速与名义 GDP 增速相匹配。二是加强政策协调配合，加快疏通货币政策向实体经济的传导机制，进一步激发市场微观主体活力。坚持不懈抓好改进小微企业金融服务工作，深化民营和小微企业金融服务综合改革，确保实现小微企业贷款户数增加、贷款投放扩大、贷款成本适度降低，支持优质民营企业扩大债券融资规模。加大金融扶贫与乡村振兴金融服务政策落实力度，促进实现高质量可持续脱贫。三是坚决打好防范化解重大金融风险攻坚战。按照防范化解重大风险攻坚战三年行动方案的部署和要求，认真抓好贯彻落实。稳妥处置和化解各类风险隐患，守住不发生系统性金融风险底线，最大限度地保护广大人民群众合法权益。要在稳增长的基础上防风险，坚持“开正门、堵后门”，在保持高压态势和严打局面的同时，鼓励小型有特色的金融机构依法合规开展业务。要坚持房子是用来住的、

不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，按照“因城施策”的基本原则，持续加强房地产市场资金管控。四是发挥牵头抓总作用，进一步深化金融供给侧结构性改革。继续深化利率市场化改革，有效促进企业实际融资成本下降。健全宏观审慎管理框架和评估体系。加强中央和地方金融监管协调，完善地方金融监管体制机制。加强金融业立法顶层设计。五是扩大金融对外开放。继续放宽市场准入，稳步推动人民币资本项目开放，推动扩大人民币跨境使用。六是不断提高金融服务和管理水平。扎实做好金融业综合统计、支付机构监管、信息网络安全、新版人民币发行、国库监督管理、征信服务及个人征信信息保护、反洗钱监管、金融消费者权益保护等各方面工作。七是要因势利导发展金融科技，加强跟踪调研，积极迎接新的挑战。加快推进我国法定数字货币（DC/EP）研发步伐，跟踪研究国内外虚拟货币发展趋势，继续加强互联网金融风险整治。八是继续加强中央银行政策宣传解读。及时回应社会关切，完善多层次专家咨询制度，稳定和引导市场预期。

香港货币市场利率回落，Libor-Hibor 利差上升。8月2日，Hibor 隔夜、1周、3个月较上周（7月26日）分别下降24bp、36bp、0.8bp至0.96%、1.44%、2.26%；1周Libor-Hibor利差升至64bp。

2. 美联储：鲍威尔表示降息决定不意味着宽松周期的开始

8月1日，美联储降息25bp至2.00%-2.25%。

美联储主席鲍威尔表示，降息决定不意味着宽松周期的开始，但可能会再降息，也可能会再次加息；必要时将运用所有的货币政策工具。

堪萨斯联储主席 George 表示，反对此次降息的原因是，美国经济放缓与我预期一致。若未来的数据表明经济走弱，我将准备好调整政策。

波士顿联储主席 Rosengren 表示，当前并没有放松货币政策的紧迫压力，失业率正处于多年低位，通胀率也在缓步升向2%目标，这都意味着继续降息的迫切性并不存在。

3. 日本央行：黑田东彦表示将在必要时推出新的政策措施以防范风险

7月30日，日本央行维持政策利率在-0.1%不变，表示将继续称现行的宽松政策将至少维持到2020年春季。此外，决议新增了“若未来经济失去达成2%的通胀目标的动能，将毫不犹豫的加码宽松”的表述。

日本央行行长黑田东彦表示，日本央行货币宽松有空间，扩大宽松的选项很多，例如继续下调短期利率、下调长期利率目标、扩大央行资产购买、扩大基础货币等。

日本央行副行长雨宫正佳表示，关注世界经济风险以及各主要央行推出的货币政策对全球经济和金融市场的影响。与其他主要央行一样，日本央行将在必要时推出新的政策措施以防范风险。若日本央行选择放松政策，降息、增加购债和加快基础货币扩张都在选项中。

4. 其他央行：英国央行维持利率不变，巴西央行降息

8月1日，英国央行维持基准利率0.75%不变；巴西央行降息50bp至6%。

三、文献推荐

日本的通货膨胀预期曲线

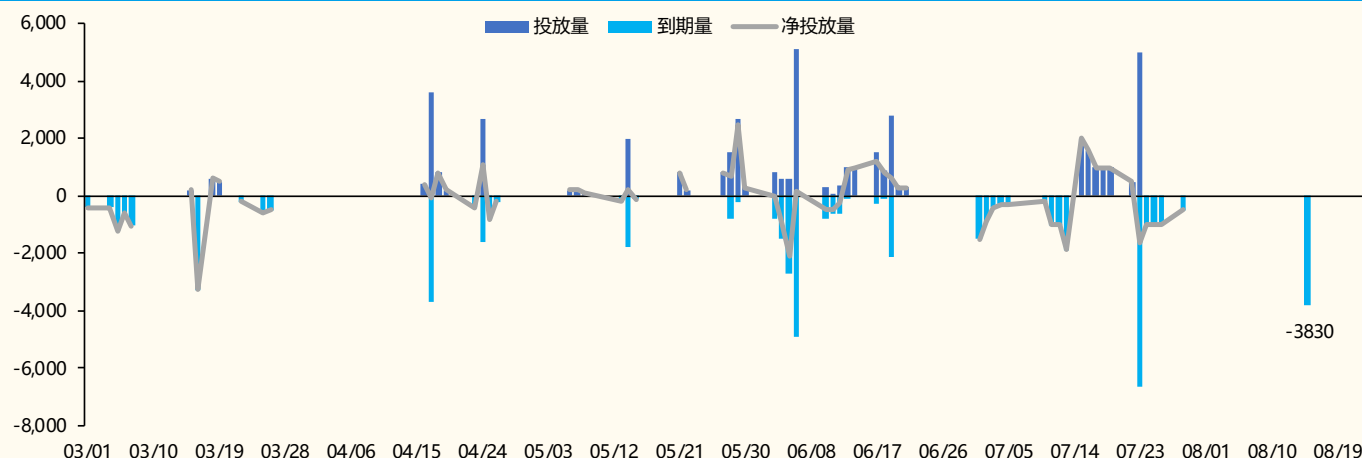
Toshitaka Maruyama, Kenji Suganuma

(来源: BOJ, 地址:

http://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2019/data/wp19e06.pdf)

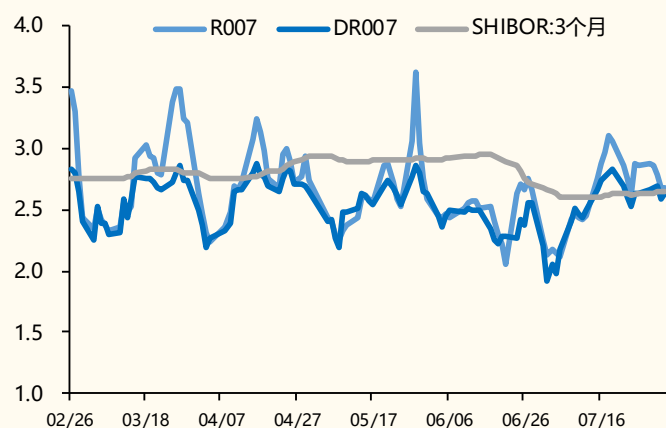
在本文中, 我们估计了“通胀预期曲线”(通胀预期的期限结构), 使用状态空间模型来考虑不同阶段下的期望之间的一致性, 以及通货膨胀率, 实际增长率和名义利率之间的关系。发现自 20 世纪 90 年代以来, 日本的通胀预期曲线斜率在几乎所有时期都是正的。此外, 从 20 世纪 90 年代初到 21 世纪初的下降趋势看, 在时间序列中估计的通胀预期, 所有情况的通胀预期在 2000 年代中期和 2012 年末至 2013 年之后上升。自 QQE 政策推出以来, 短期通胀预期尤其趋于上升, 同时受到进口价格波动的影响。最后, 结构 VAR 研究表明, 日本通胀预期在很大程度上是适应性的, 这意味着它们的形成受到实际通胀的影响。

图表 1: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



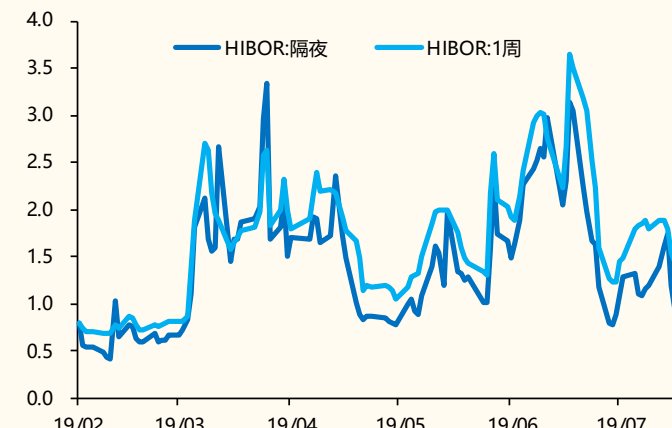
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 国内货币市场利率下降 (%)



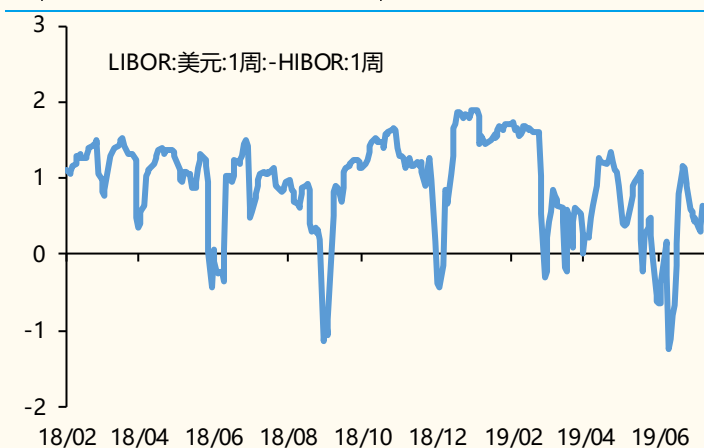
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 香港货币市场利率小幅回落 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: Libor-Hibor 利差回升 (%)



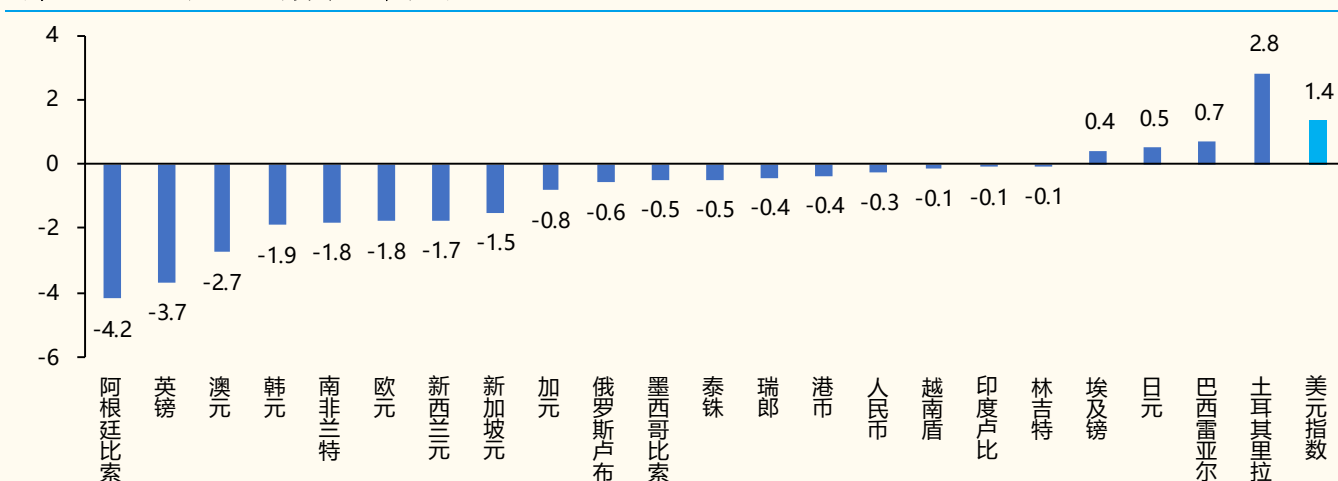
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: CME 数据显示的美联储降息概率 (8.3)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 200-225bp)				
	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225
2019/9/18			3.8%	96.2%	0.00%
2019/10/30	0.0%	2.1%	54.2%	43.7%	0.00%
2019/12/11	0.9%	25.2%	49.5%	24.4%	0.00%
2020/1/29	9.5%	33.8%	40.6%	15.7%	0.00%
2020/3/18	15.4%	35.5%	34.6%	11.9%	0.00%
2020/4/29	19.5%	35.3%	29.9%	9.5%	0.00%

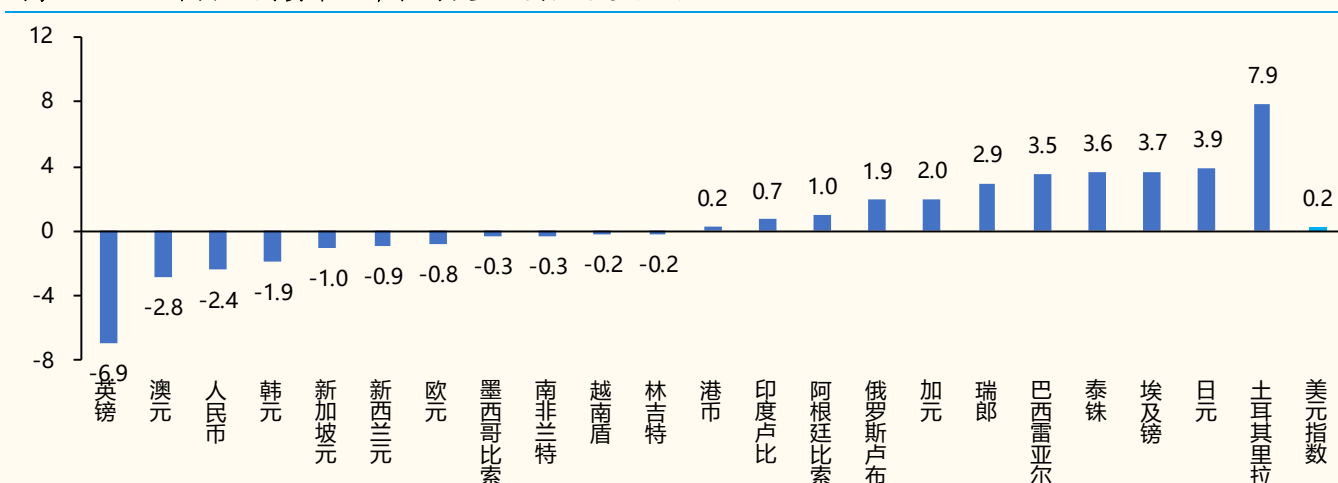
来源: CME, 国金证券研究所

图表 6: 近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度 (%)



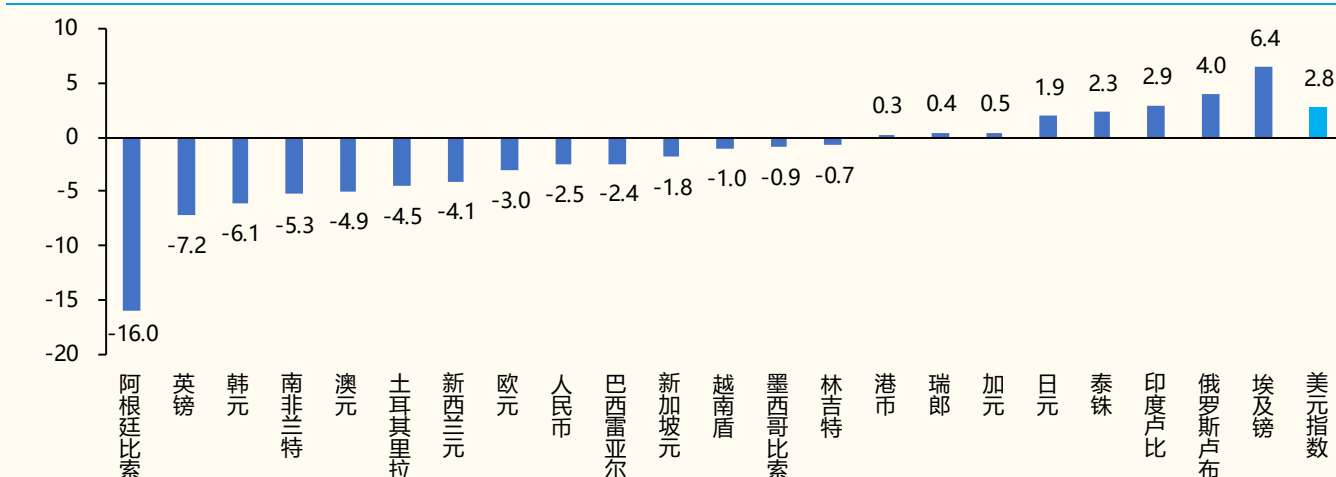
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 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 8：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 9：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
8月2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。
8月1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。
7月31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。
7月30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。
7月29日	临近月末财政支出力度加大，与政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素对冲后，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。

来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 10：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
8月3日	堪萨斯联储主席 George	2019年	反对此次降息的原因是，美国经济放缓与我预期一致。若未来的数据表明经济走弱，我将准备好调整政策。
8月2日	波士顿联储主席 Rosengren	2019年	当前并没有放松货币政策的紧迫压力，失业率正处于多年低位，通胀率也在缓步升向2%目标，这都意味着继续降息的迫切性并不存在。
			降息决定不意味着宽松周期的开始，但可能会再降息，也可能会再次加息。

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_10990

