

日期：2019 年 7 月 2 日



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

执业证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

《经济欲稳还升、股市徘徊蓄势》
(2019 年 6 月 10 日)

《低利率时代下的 A 股不变回暖趋势》
(2019 年 4 月 9 日)

《中国经济、金融和政策的新变化》
(2019 年 3 月 18 日)

《2019 年中国资本市场有何不同？》
(2019 年 3 月 11 日)

《美元强弩之末 人民币稳中趋升》
(2018 年 7 月 16 日)

《货币退出路径：选择与比较》
(2018 年 3 月 22 日)

《“去杠杆”下的股市趋势分析》
(2018 年 2 月 12 日)

《中国主权债务为何保守？》
(2017 年 7 月 5 日)

《中国经济新常态中步入新周期》
(2017 年 4 月 20 日)

《“资金荒”的前世与来生》
(2017 年 5 月 15 日)

《风险、杠杆与紧货币》
(2017 年 7 月 20 日)

中国货币政策的时代特征

■ 主要观点：

赋予货币政策结构调整“新”任务

从中国货币政策的实践看，中国的货币政策功效，在新时期被赋予了很高的结构调整权重。自 2014 年中国明确经济进入转型期，并界定了经济转型的“三期叠加”含义，此后货币政策在具体实施中就逐渐增添了结构调整的功能。货币政策能否实现结构性目标，这一政策实践在过去没有先例。从实际效果上看，中国这一开创性的货币政策实践行为，基本达到了流动性定向投放和货币结构调整的政策目标：经过持续地努力，中国资金“脱虚向实”现象大为缓解，资金空转现象显著下降。

“两率”双稳中趋向相向而行：利率降 VS 汇率升

从趋势上看，2019 年下半年市场利率将从平稳中走向“稳中偏降”。“供给侧改革”重心转向“降成本”，尽管短期通胀水平偏高态势将延续，但年内价格回落的趋势不变，“降息”也就成了未来必不可缺的政策选项。2019 年货币转向边际放松后，实体部门市场利率转向下降，从下降程度看，当前的市场利率仍有下降空间。在货币当局着力降低融资成本的努力下，市场利率有望下降突破 2017 年时的阶段低点。基于国际经济、金融和政策政治环境的变化，2019 年下半年人民币汇率将重新走向缓慢持续升值。首先，中国经济在世界经济版图中，仍是表现最优秀者；其次，从国际金融形势看，基于利率平价逻辑的人民币汇率贬值预期将消退；第三，从国际政策协调的角度，美元指数的波动将加剧。

“双顺差”格局或再现

中国的正利率环境格局将延续，在欧美金融还普遍存在“负利率”的情况下，中外之间的利率差局面将显性化，各路国际资本包括短期性投机资本，客观上存在着流入中国的“压力差”动力，2019 年或再现“双顺差”格局。

未来货币、信贷平稳格局不变

按照通常的货币增长中性基准（GDP 增速+1/2*CPI+1/2*PPI），2019 年 M2 在 7.5-8.5 间将是政策合意水平，8.5 上方意味着货币环境已过度宽松。中国未来要维持流动性相对平稳的态势，势必面临以下选择：降准、双创基准货币投放渠道。中国货币增长平稳的格局，从根源上看，是中国基础货币增长难以有效地持续扩张所决定的。进入 3 季度后，商业银行等金融机构于年初的经营集中扩张等季节性消退，未来信贷、货币的增长将重趋平稳！

即使货币偏紧也无碍经济复苏

从政策实践看，得到政策鼓励的、符合经济转型和产业升级方向的各类经济活动主体，并不存在融资约束！货币的经济政策效应表现如何，从根本上取决于经济增长内在运行体系的变化，这也从另一个角度提供了中国经济所处发展阶段的判断：2019 年将开启离底之旅！

目 录

一、赋予货币政策结构调整“新”任务.....	1
1. 中国货币政策性质由总量转向结构	1
2. 经济转型和宏观调控工具选择	2
3. 中国货币政策结构目标的实践	3
二、中国货币政策实践的选择.....	5
1. 货币不紧，经济不兴	5
2. “两率”双稳中趋向相向而行	7
三、货币环境利好经济延续稳中偏升态势.....	11
1. “双顺差”格局或再现	11
2. 未来货币、信贷平稳格局不变	12
3. 即使货币偏紧也无碍经济复苏	13

图

图 1 中国货币深化程度全球领先 (*100%)	1
图 2 宏观调控工具的分类归属	2
图 3 中国经济的新时代和转型阶段	3
图 4 中国货币政策的结构调整手段	4
图 5 经济转型时期经济增长状况	5
图 6 全球主要央行货币乘数的变化	6
图 7 欧美货币持续增长相对高位的态势	6
图 8 欧美经济“菲利普”关系失效是常态	7
图 9 中国信用市场风险溢价仍处高位	8
图 10 中国供给侧改革的阶段变化	9
图 11 猪肉价格结束下行开始平稳 (22 省市, 元/公斤)	9
图 12 人民币近 7 而不破的态势 (期末汇率, 月)	10
图 13 中国国际收支有无重回“双顺差” (亿美元, 季度)	12
图 14 美国上市公司家数和市值占比变化 (%)	14

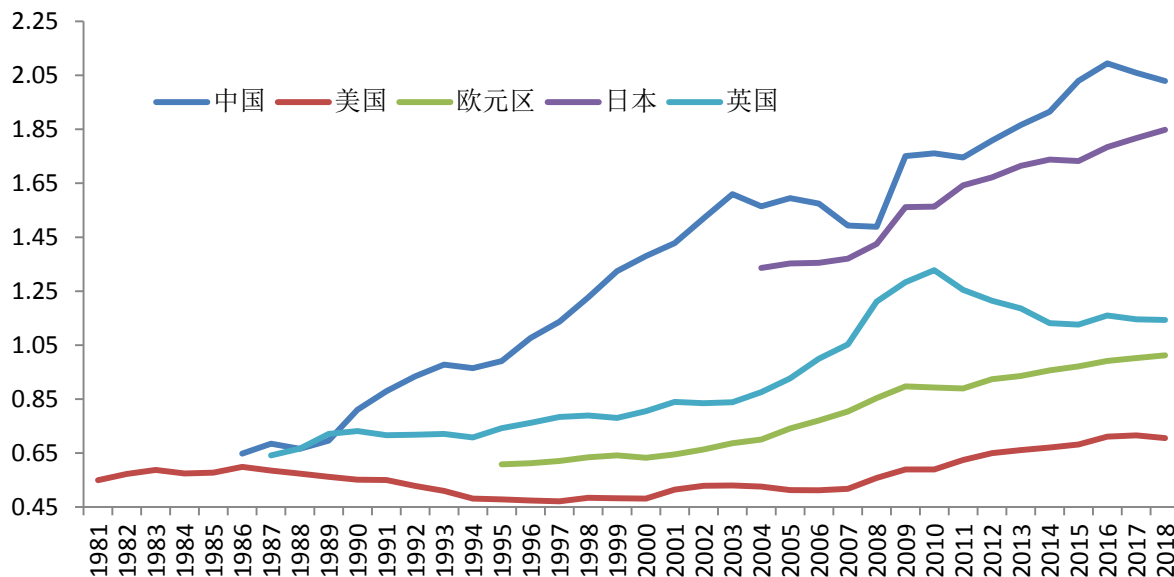
一、赋予货币政策结构调整“新”任务

1. 中国货币政策性质由总量转向结构

中国货币当局在实践中除了日益突出差别存款准备金率外，还创新创造了不少新型的结构性流动性投放工具：2014 年 4 月，为促进棚改发展专门针对国开行增创了抵押补充贷款（PSL）工具，并于 2015 年 10 月将适用对象扩展进出口行和农发行；2018 年 12 月，为支持小微企业、民营企业的贷款增长，中国人民银行创设了向中期借贷便利（Targeted Medium-term Lending Facility, TMLF）。除了创新定向投放的政策工具外，中国货币当局还通过调整普惠金融等优惠政策范围和标准，对货币投放方向进行管理，以实现资金投放的定向调控和流动性的“精准滴灌”。

从货币政策操作的变动趋势上看，货币当局对定向投放的重视度日益上升。中国货币政策目的转向，实际上是中国货币环境所决定的。中国货币环境的基本格局是“存量过多、增量不足”。存量过多，是指货币总量过剩，以整体经济体系中宏观杠杆率过高，衡量货币总量充裕与否的常用指标是货币深化（ $F=M2/GDP$ ），该指标显示：2018 年中国货币深化度约为 204%，美国为 71%，欧元区为 100%，英国为 115%，日本为 181%。

图 1 中国货币深化程度全球领先（*100%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

从国际经验看，货币深化超过 100%后，货币政策的流动性陷阱压力陡增，并直接导致了全社会过高的宏观杠杆率。增量不足，是指中国

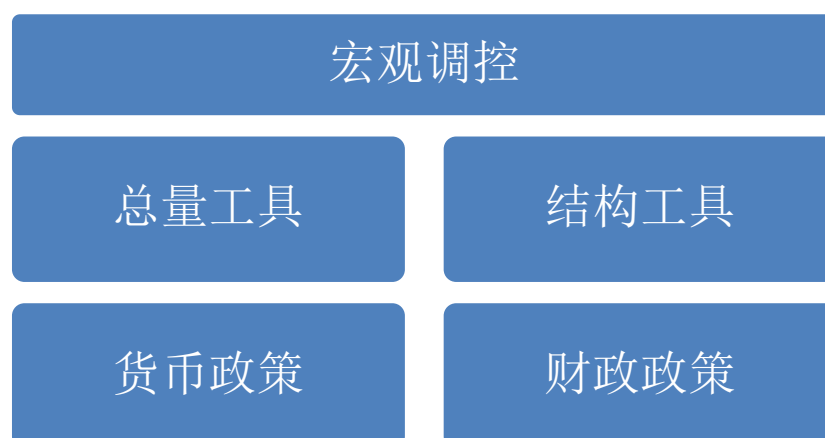
货币分布的结构性缺陷：货币分布于金融同业市场、资金空转的增多，资产领域杠杆过高带来过高融资性货币需求。

中国货币的基本环境，决定了中国宏观调控体系中供给侧改革的重要性，以及“去杠杆”在供给侧改革中的核心地位，也决定了中性、稳健的货币政策基调在中国的长期性。正是货币总量上中性的不变政策基调，决定了中国货币政策在实践中，日益转向结构性目标。

2. 经济转型和宏观调控工具选择

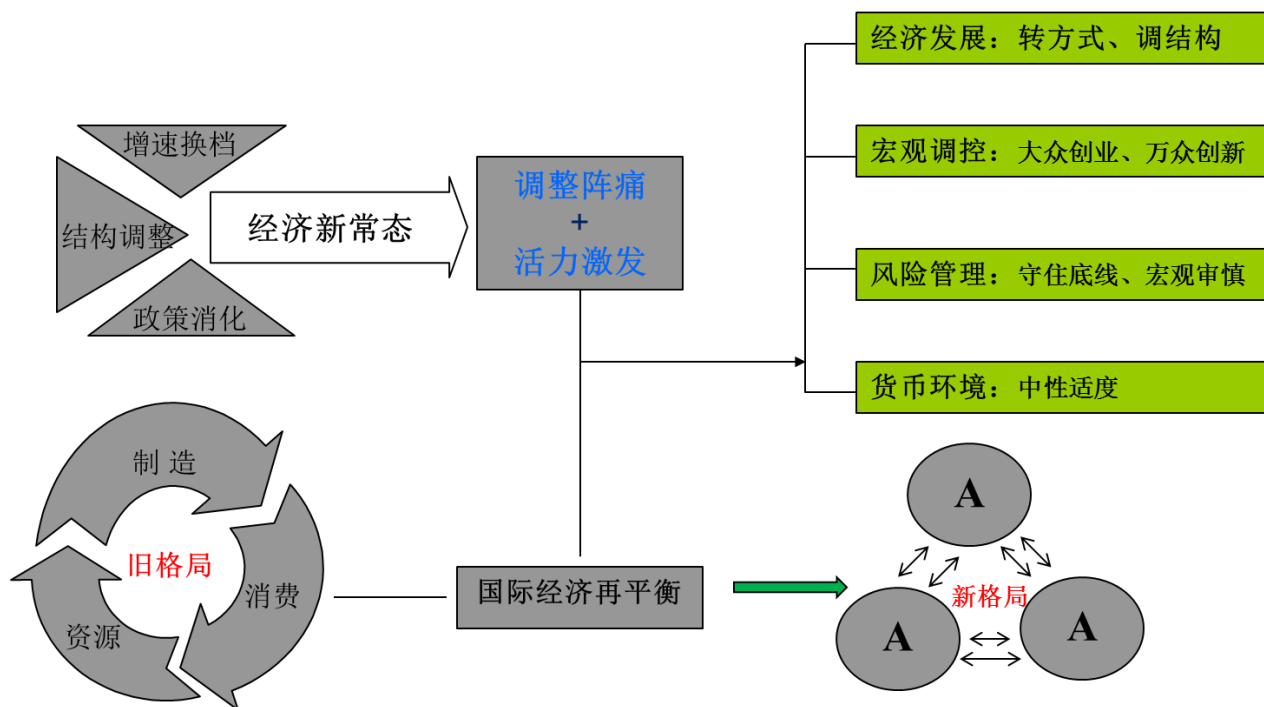
从宏观调控的政策分工角度，货币政策通常被划分为总量调控工具。与财政政策相比，两类政策的诸多工具政策功效明显不同，财政政策对结构调整的功效更为直接和显著，如针对点、面上的各类投资支出和财税支持等；而货币政策的常规工具，基本服务于调整货币数量和资金利率，因而通常被归类于总量调控工具。

图 2 宏观调控工具的分类归属



然而，从中国货币政策的实践看，中国的货币政策功效，在新时期被赋予了很高的结构调整权重。自 2014 年中国明确经济进入转型期，并界定了经济转型的“三期叠加”含义，此后货币政策在具体实施中就逐渐增添了结构调整的功能。

图 3 中国经济的新时代和转型阶段

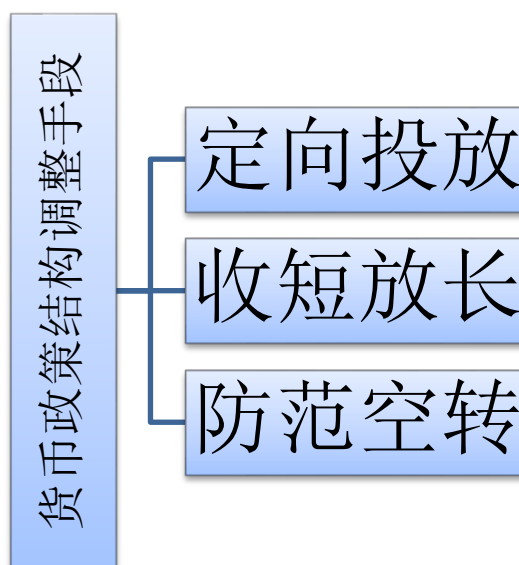


3. 中国货币政策结构目标的实践

货币政策能否实现结构性目标，这一政策实践在过去没有先例。从实际效果上看，中国这一开创性的货币政策实践行为，基本达到了流动性定向投放和货币结构调整的政策目标：经过持续地努力，中国资金“脱虚向实”现象大为缓解，资金空转现象显著下降。尤其是 2019 年以来，中国实体经济领域的融资约束现象明显改善，融资难、融资贵的现象基本缓解！

由于资金的流动性和逐利性，通常认为货币的定向投放目的是难以实现的。例如，由于实业经营的微利性，难保中小企业在得到政策性贷款，转用于购买地产信托、金融配资等用途；更不用说大型企业在得到超额信贷后，将资金转用于放贷的“影子银行”发展。但中国货币当局对上述资金空转、“脱实向虚”的各类行为，一直有着清醒认识，因而也不懈地进行持续治理，2018 年资管新规等集大成式监管强化，规范了资金流动，大大增加了资金在实体领域的沉淀。通过以下 3 类政策实践行为，货币政策在结构调整方面的功能得以加大和强化。

图 4 中国货币政策的结构调整手段



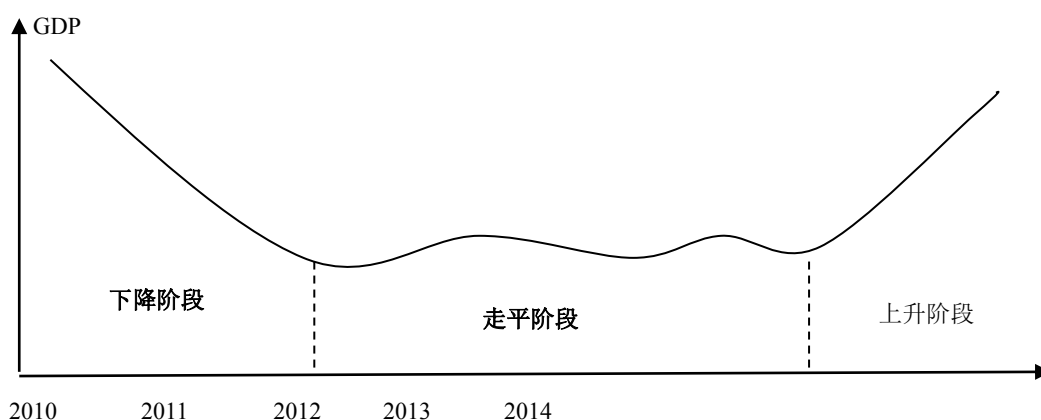
除了定向投放之外，中国货币结构调整的另一重要方面是货币期限结构的调整——增加长期货币投放的比重。从国际处货币的投放来源看，2014 年前中国货币的高速扩张期属被动投放式增长：外汇占款高增导致的基础货币被动快速投放，从而也导致了对冲性的 RRR 超常高位。2014 年后，中国外占增长逆转，自此开启了央行主动性通过新设工具的基础货币投放，这些新设基础货币投放工具主要为 SLF、MLF、PSL 等，同时加大了公开市场操作的力度。相对于永续期限的外汇占款资产，这些新设工具下基础货币都带有固定期限，且基本上属低于 1 年的品种。基础货币投放形式的变化，使得央行资产结构久期变短，尤其是增量集中在短期限品种上。新增基础货币期限的短期化，使得过去较长一段时期内，中国央行的货币政策操作，具有显见的“收长放短”特征。“收长放短”使货币短期化，从而使得整个货币体系呈现“资本不足、货币充裕”的矛盾特征；它使货币集中于货币市场，使得资金不愿进入长期投资市场，加剧了“脱实向虚”现象。2018 年后，货币当局“去杠杆”的政策思路，由“总量控制”转向了“结构调整”，准备金调整重新成为日常政策工具的同时，“降准+置换”的组合操作，即“锁短放长”式操作，代替了过去常用的定向降准操作模式。2019 年，“收短放长”的扭转操作，仍是央行政策调整货币结构的应有之义。

二、中国货币政策实践的选择

1. 货币不紧，经济不兴

在全球范围内，世界经济至今未脱离危机阴影，发达经济体近期又在酝酿新一轮的货币宽松和经济刺激计划，而前期讨论货币退出的声音言犹在耳。中国经济则自 2012 年进入“底部徘徊”阶段以来，至今已历时 7 年，笔者的 2019 年开启渐离底部之旅预期，远未得到市场主流认可。

图 5 经济转型时期经济增长状况



数据来源：上海证券研究所

就成熟市场而言，作为发达经济体，2008 年危机后的经济激励政策主要围绕货币政策展开。发达国家都是消费型经济体，且其消费模式和金融密切相关，没有金融支持消费增长就无法实现，没有消费金融的支持，不仅耐用品，就是一般的稍微金额大点的支出，如需要 3 个月及以上的旅游项目，也会受到影响。这是西方社会储蓄率偏低的所

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_11651

