

我国货币政策保持边际宽松

一、我国货币政策保持边际宽松

■ 周四，人行二季度货币政策会议纪要发布，内容与一季度基本一致，在当前总需求较弱的背景下，我国货币政策保持了边际宽松的连续性。主要强调了以下几点内容：关于经济形势，认为“当前我国经济呈现健康发展，经济增长保持韧性”，“人民币汇率总体稳定，应对外部冲击的能力增强”。关于宏观杠杆，“宏观杠杆率高速增长势头得到初步遏制”，此前一季度为“宏观杠杆率趋于稳定”。认为“国际经济金融形势错综复杂，外部不确定不稳定因素增多”。货币政策表述方面，“加强宏观政策协调。稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞大水漫灌，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配”。对于货币政策总基调，强调了“深化利率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，“在推动高质量发展中防范化解风险，把握好处置风险的力度和节奏，稳定市场预期”。总体来看，2018 年中以来，货币政策保持了边际宽松的连续性。我们认为当前总需求较弱背景下，仍需要相对宽松的货币条件。2019H2 货币政策仍将保持边际宽松，预计将降准 2 次，同时逆回购、MLF 等政策工具利率也将会下调。具体来看：预计将降准 2 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相对一季度将有所提高，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 2 次，以便支持银行体系信贷的合理扩张。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。预计逆回购、MLF 等政策工具利率也将下调。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

- 中国央行：开展 CBS 操作提升永续债流动性。
- 美联储：部分官员对于降息存在分歧。美联储主席鲍威尔表示，从今年年初开始，我们一直在采取耐心的态度来评估是否需要改变政策；货币政策不应针对任何个别数据或情绪的短期波动反应过度，这样做可能会增加前景的不确定性；密切关注未来经济信息，并将采取适当措施维持经济扩张。
- 欧央行：部分官员讨论负利率问题。欧央行副行长 Guindos 表示，负利率对银行业的影响需要进一步观察，当前货币政策对银行盈利的影响总体上是中性的。
- 日本央行：部分官员表示今年下半年经济增长存在放缓的风险。

三、文献推荐

- 非常规货币政策对就业的影响：对量化宽松的分析（FED）。

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、我国货币政策保持边际宽松

周四，人行二季度货币政策会议纪要发布，内容与一季度基本一致，在当前总需求较弱的背景下，我国货币政策保持了边际宽松的连续性。主要强调了以下几点内容：

关于经济形势，认为“当前我国经济呈现健康发展，经济增长保持韧性”，“人民币汇率总体稳定，应对外部冲击的能力增强”。关于宏观杠杆，“宏观杠杆率高速增长势头得到初步遏制”，此前一季度为“宏观杠杆率趋于稳定”。认为“国际经济金融形势错综复杂，外部不确定不稳定因素增多”。**货币政策表述**方面，“加强宏观政策协调。稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞大水漫灌，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配”。对于**货币政策总基调**，强调了“深化利率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，“在推动高质量发展中防范化解风险，把握好处置风险的力度和节奏，稳定市场预期”。

总体来看，2018 年中以来，货币政策保持了边际宽松的连续性。我们认为当前总需求较弱背景下，仍需要相对宽松的货币条件。**2019H2 货币政策仍将保持边际宽松，预计将降准 2 次，同时逆回购、MLF 等政策工具利率也将会下调。**

具体来看：

预计将降准 2 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相对一季度将有所提高，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 2 次，以便支持银行体系信贷的合理扩张。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。

预计逆回购、MLF 等政策工具利率也将下调。我们认为当前 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。

图表 1：2019 年一二季度央行货币政策委员会例会对比

	2019年第二季度	2019年第一季度
经济金融形势	当前我国经济呈现健康发展，经济增长保持韧性，增长动力加快转换。人民币汇率总体稳定，应对外部冲击的能力增强。稳健的货币政策体现了逆周期调节的要求， <u>宏观杠杆率高速增长势头得到初步遏制</u> ，金融风险防控稳妥果断推进，金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。国内经济金融领域的结构调整出现积极变化，但仍存在一些深层次问题和突出矛盾，国际经济金融形势错综复杂，外部不确定不稳定因素增多。	当前我国经济呈现健康发展，经济增长保持韧性，增长动力加快转换。人民币汇率总体稳定， <u>金融市场预期改善</u> ，应对外部冲击的能力增强。稳健的货币政策体现了逆周期调节的要求， <u>宏观杠杆率趋于稳定</u> ，金融风险防控成效显著，金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。国内经济金融领域的结构调整出现积极变化，但仍存在一些深层次问题和突出矛盾，国际经济金融形势错综复杂，不确定性仍然较多。
货币政策	创新和完善宏观调控，适时适度实施逆周期调节，加强宏观政策协调。稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配。继续深化金融体制改革，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，进一步疏通货币政策传导渠道。按照深化金融供给侧结构性改革的要求，优化融资结构和信贷结构， <u>加大对高质量发展的支持力度，提升金融体系与供给体系和需求体系的适配性</u> 。改进小微企业和“三农”金融服务，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，促进国民经济整体良性循环。进一步扩大金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力，提高参与国际金融治理能力。	坚持逆周期调节，进一步加强货币、财政与其他政策之间的协调， <u>适时预调微调，注重在稳增长的基础上防风险</u> 。稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，同时保持流动性合理充裕，广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。继续深化金融体制改革，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架， <u>稳妥推进利率等关键领域改革</u> ，进一步疏通货币政策传导渠道。按照深化金融供给侧结构性改革的要求，以金融体系结构调整优化为重点，优化融资结构和信贷结构，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。综合施策提升金融服务实体经济的质效，改进小微企业和“三农”金融服务，推动稳健货币政策、增强微观主体活力和发挥资本市场功能之间形成三角良性循环，促进国民经济整体良性循环。进一步扩大金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力，提高参与国际金融治理能力。
总基调	坚持稳中求进工作总基调，着力激发微观主体活力，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。深化利率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进经济平稳健康发展。打好防范化解金融风险攻坚战，在推动高质量发展中防范化解风险， <u>把握好处置风险的力度和节奏</u> ，稳定市场预期，守住不发生系统性金融风险的底线。	坚持稳中求进工作总基调，着力激发微观主体活力， <u>创新和完善宏观调控</u> ，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。综合运用多种货币政策工具，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定， <u>在利率、汇率和国际收支等之间保持平衡</u> ，促进经济平稳健康发展， <u>稳定市场预期</u> ，打好防范化解金融风险攻坚战，守住不发生系统性金融风险的底线。

来源：中国人民银行，国金证券研究所整理

二、全球央行观察

1. 中国央行：开展 CBS 操作提升永续债流动性

国内货币市场利率上升。6 月 28 日，R007、DR007、Shibor3M 分别较上周（6 月 21 日）波动 61.04bp、28.71bp、-18.70bp 至 2.66%、2.56%、2.71%。下周有 3400 亿逆回购到期，预计央行将予以续作。

开展 CBS 操作提升永续债流动性。6 月 27 日开展了央行票据互换（CBS）操作，操作量 25 亿元，期限 1 年，费率 0.25%。操作面向公开市场业务一级交易商公开招标，中标机构既有股份制银行、城商行、农商行等银行类机构，也有证券公司等非银行金融机构。操作中一级交易商换出的银行永续债，包括 6 月份以来民生银行和华夏银行新发行的永续债，以及 1 月份中国银行发行的存量永续债。换出的央行票据票面利率为 2.45%，与首次操作相同。

香港货币市场利率上升，Libor-Hibor 利差回落。6 月 28 日，Hibor 隔夜、1 周、3 个月较上周（6 月 21 日）分别上升 71.14bp、34.89bp、4.81bp 至 2.97%、2.76%、

2.46%；1 周 Libor-Hibor 利差回落至-64bp。

2. 美联储：部分官员对于降息存在分歧

美联储主席鲍威尔表示，从今年年初开始，我们一直在采取耐心的态度来评估是否需要改变政策；货币政策不应应对任何个别数据或情绪的短期波动反应过度，这样做可能会增加前景的不确定性；密切关注未来经济信息，并将采取适当措施维持扩张。

圣路易斯联储主席 Bullard 表示，预计到 2019 年底将累计降息 50 个基点；政策将从轻微紧缩转向轻微宽松。

达拉斯联储主席 Kaplan 表示，改变货币政策立场还为时尚早。

旧金山联储主席 Daly 表示，现在判断美联储是否应该降息、以及降息应当是 25bp 还是 50bp 还为时过早。

里士满联储主席 Barkin 表示，美联储的政策仍是温和宽松的；消费者动力依然强劲，企业投资有所下降。

3. 欧央行：部分官员表示货币政策对银行盈利的影响总体上是中性的

欧央行副行长 Guindos 表示，负利率对银行业的影响需要进一步观察，当前货币政策对银行盈利的影响总体上是中性的；

欧洲央行管委 Villeroy 表示，当前的货币政策为企业提供了十分有利的融资环境；目前欧元区通胀过低，未来的不确定性还很多。

4. 日本央行：部分官员表示经济增长存在放缓风险

日本央行副行长若田部昌澄表示，今年下半年经济增长存在放缓的风险，且离实现 2% 的通胀目标还很远。

三、文献推荐

非常规货币政策对就业的影响：对量化宽松的分析

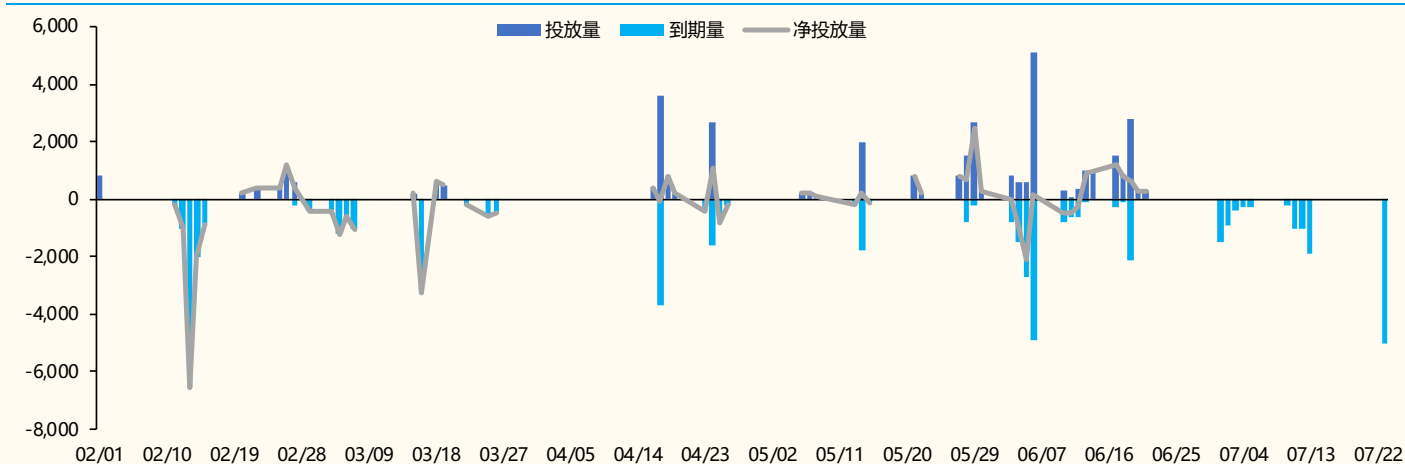
Stephan Luck 和 Tom Zimmermann

（来源：FED，地址：

<https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2018071pap.pdf>）

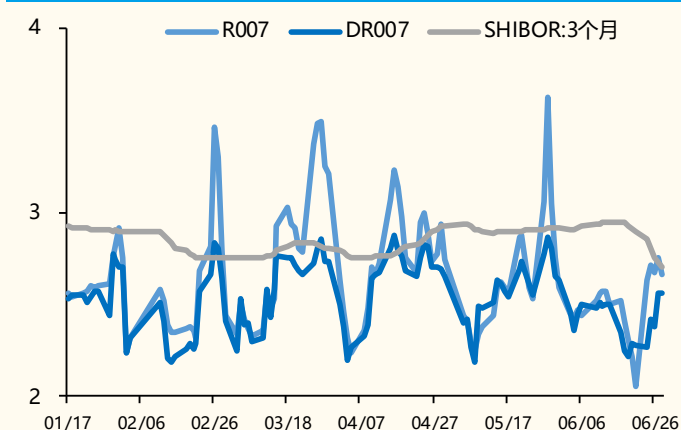
本文通过银行信贷渠道研究美联储非常规货币政策对就业的影响。我们发现，在第一轮和第三轮量化宽松政策（QE1 和 QE3）之后，持有较高抵押贷款支持证券（MBS）的银行发放的贷款相对较多。QE1 之后的信贷规模的增加主要集中在再融资抵押贷款上，Q3 之后则主要由新增的房屋购买抵押贷款、商业和工业贷款构成。从地区角度分析，发现受影响银行比例较高的地区在 QE1 和 QE3 之后经历了较强的就业增长。虽然 QE1 之后家庭抵押贷款再融资的能力提升了当地需求，但由此带来的额外就业增长相对较弱，仅限于非贸易商品部门。相反，QE3 之后的整体就业增长幅度很大，主要源于银行向企业提供信贷的增加。我们使用新的信贷层面数据，研究发现，在 QE3 之后，与受影响银行关系更紧密的公司增加了就业和资本支出。总而言之，研究结果表明，与传统货币政策类似，非常规货币政策会对实体经济产生影响。

图表 2: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



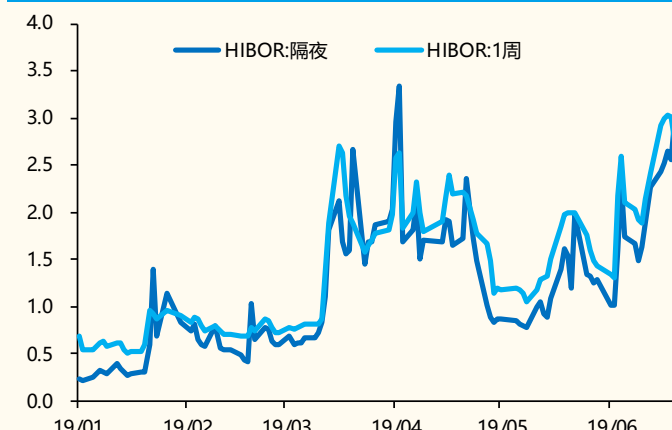
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 国内货币市场利率上升 (%)



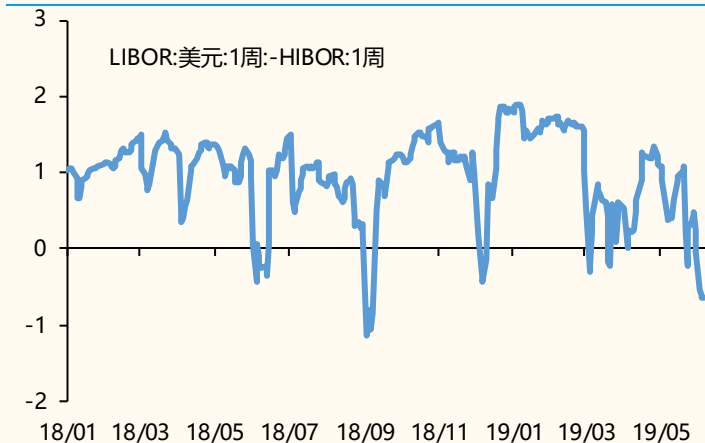
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 香港货币市场利率上升 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: Libor-Hibor 利差回落 (%)



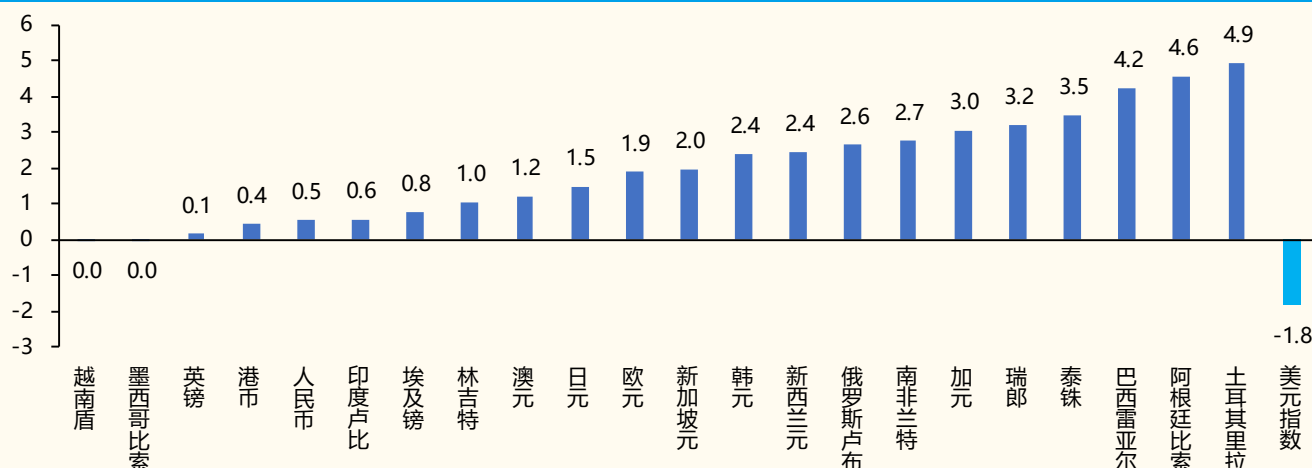
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: CME 数据显示的美联储降息概率 (6.29)

FOMC 会议时间	联邦基金利率 (当前为 225-250bp)				
	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275
2019/7/31		28.1%	71.9%	0.00%	0.00%
2019/9/18	20.1%	59.4%	20.5%	0.00%	0.00%
2019/10/30	34.4%	45.3%	13.0%	0.00%	0.00%
2019/12/11	38.7%	32.4%	7.8%	0.00%	0.00%
2020/1/29	36.8%	24.8%	5.4%	0.00%	0.00%
2020/3/18	34.6%	21.4%	4.4%	0.00%	0.00%
2020/4/29	32.4%	18.5%	3.7%	0.00%	0.00%

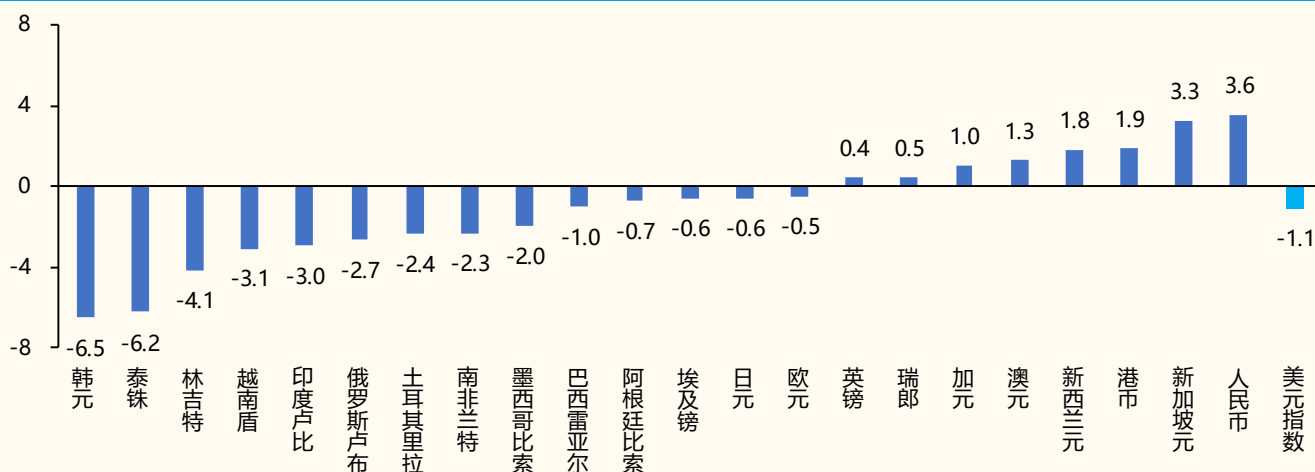
来源: CME, 国金证券研究所

图表 7：近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度（%）



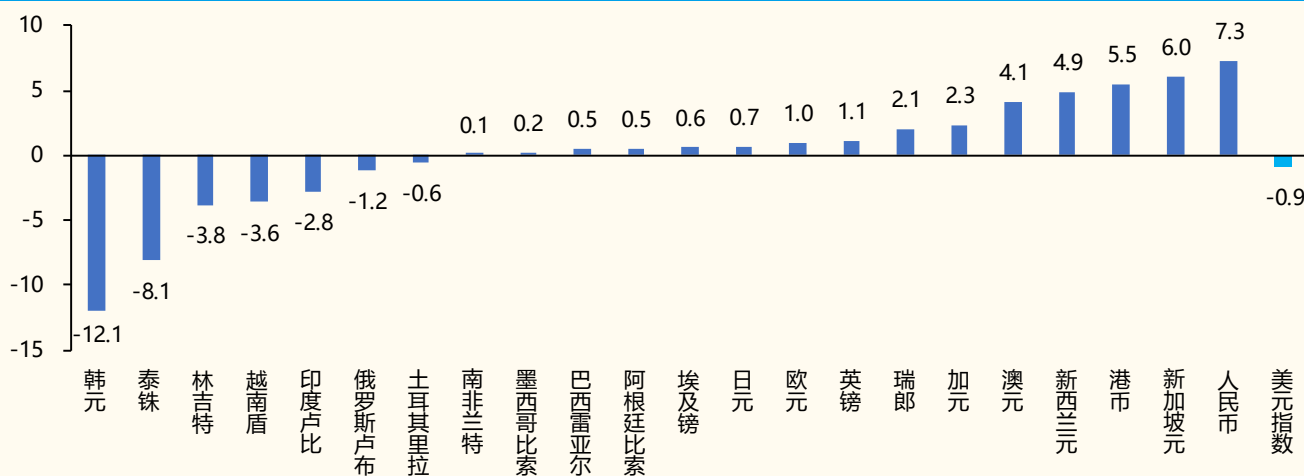
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：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 9：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 10: 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
6月28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。
6月27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。
6月26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。
6月25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。
6月24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。

来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 11: 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
6月28日	达拉斯联储主席 Kaplan	2020年	改变货币政策立场还为时尚早
6月26日	旧金山联储主席 Daly	2019年	现在判断美联储是否应该降息、以及降息应当是25bp还是50bp还为时过早。
6月26日	里士满联储主席 Barkin	2021年	美联储的政策仍是温和宽松的；消费者动力依然强劲，企业投资有所下降。
6月26日	美联储主席鲍威尔	永久	从今年年初开始，我们一直在采取耐心的态度来评估是否需要改变政策。货币政策不应应对任何个别数据或情绪的短期波动反应过度，这样做可能会增加前景的不确定性。密切关注未来经济信息，并将采取适当措施维持扩张。
6月26日	圣路易斯联储主席 Bullard	2019年	预计到2019年底将累计降息50个基点；政策将从轻微紧缩转向轻微宽松。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 12: 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
6月28日	欧洲央行管委 Villeroy	当前的货币政策为企业提供了十分有利的融资环境。 目前欧元区通胀过低，未来的不确定性还很多。
6月25日	欧央行副行长 Guindos	负利率对银行业的影响需要进一步观察，当前货币政策对银行盈利的影响总体上是中性的

来源：Wind，国金证券研究所整理

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_11741

