

经济增速缺口接近零，货币政策或将更加中性

——央行一季度货币政策执行报告点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

郑嘉伟（联系人）证书编号：S0280118070016

● 物价不确定因素增加，央行货币政策开始关注通胀

央行一季度货币政策执行报告再次表达了对全球经济增速放缓的担忧。国内方面，物价不确定因素有所增加，内生增长动能有待加强。一方面央行肯定了2019年我国一季度经济运行总体平稳、好于预期，未来货币政策应对空间充足，有能力应对各种内外部不确定性；但是由于猪瘟、油价以及减税等对不同部门物价指数不同影响，未来物价水平将存在不确定性，需要持续监测，短期物价并不会成为货币政策的掣肘。

● 产出缺口接近零，控制货币供给总量

央行在货币政策实际操作中，重提“把好货币供给总闸门”，未来更加注重以适度的货币增长支持了高质量发展。从资金价格来看，贷款加权平均利率保持稳定，社会综合融资成本继续下行。从供给数量来看，M2、社融增速与名义GDP增长率基本匹配，继续保持宏观杠杆率稳定，保持信贷合理增长。从货币供给结构上来看，一季度影响银行体系流动性的季节性、临时性因素较多，央行加大了结构性货币政策工具的使用，资金面的供给平稳程度好于往年。在货币发行机制上，除了传统的MLF、OMO、TMLF、再贷款、再贴现工具外，央行创设CBS央票互换工具，促进货币发行平稳运行。

● 确立“三档两优”存款准备金制度新框架

一方面体现了我国深化金融供给侧结构性改革，引导更多农村金融机构服务县域，加强对“三农”和小微企业的支持；另一方面“三档两优”的新框架将根据金融机构系统重要性程度、机构性质、服务定位等，采取三个基准档设定存款准备金率，体现了促进普惠金融发展与防范金融风险、维护金融稳定的之间的平衡。

● 利率“并轨”先从贷款基准利率（LPR）着手

央行结合国际经验，认为稳妥推进贷款利率“两轨合一轨”，重点是要进一步培育市场化贷款定价机制，通过建立美日等类似贷款基准利率（LPR）市场化报价机制，作为金融机构贷款利率定价的参考，激活我国金融机构LPR集中报价和发布机制。

● 抓住“金融供给侧结构性改革”主线，深入推动金融机构改革

2019年，金融供给侧结构性改革将会成为贯穿全年的主线，央行一季度货币政策执行报告显示，未来金融供给侧结构性改革重点将会体现在：继续深化利率市场化改革，稳妥推进利率“两轨合一轨”；完善人民币汇率市场化形成机制；推动金融机构市场化改革；深化外汇管理体制深化改革，扩大金融对外开放。总之，金融供给侧结构性改革重点是明确金融服务的重点是补齐金融发展的短板，只有改善小微企业和“三农”金融服务，才能提高金融服务实体经济的质量和效率，通过优化融资结构、完善金融服务体系、降低融资成本、创新金融产品、加强金融覆盖，提高金融服务实体经济效率，推动金融高质量发展。

● 风险提示：政策落实不及预期

相关报告

结构性货币政策再发力——央行非对称降准点评

2019-05-06

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

同样的药方，不一样的味道——央行TMLF操作点评

2019-04-24

贷款需求旺盛，经济有望逐步企稳——2019年第一季度央行问卷调查点评

2019-03-24

目 录

1、 物价不确定因素增加，央行货币政策开始关注通胀.....	3
2、 产出缺口接近零，控制货币供给总量.....	3
3、 确立“三档两优”存款准备金率新框架.....	4
4、 利率“并轨”先从贷款基准利率（LPR）着手.....	5
5、 抓住“金融供给侧结构性改革”主线，深入推动金融机构改革.....	6
6、 货币政策趋势与展望.....	7

图表目录

表 1: “三档两优”存款准备金率新框架.....	4
表 2: 央行利率双轨制改革进程.....	6

事件：在中美摩擦再起波澜和国内经济复苏出现反复时刻，央行发布一季度货币政策执行报告，既表达了贸易摩擦与政策不确定性可能加大全球经济下行风险的担忧；同时强调了国内通胀不确定性因素增加，经济内生增长动力有待增强，经济运行中存在的一些深层次问题既有周期性的，但更多是结构性、体制性的，因此货币政策操作上要保持定力、增强耐力，以金融供给侧结构性改革为主线，稳妥推进利率“两轨合一轨”，运用好定向降准、定向中期借贷便利、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，在保持流动性合理充裕的前提下，稳健的货币政策松紧适度，实现结构性去杠杆与稳健货币政策相结合，优化信贷投放结构，提高金融资源配置效率，实现稳增长和防风险之间平衡。

1、物价不确定因素增加，央行货币政策开始关注通胀

央行一季度货币政策执行报告再次表达了对全球经济增速放缓的担忧。央行认为全球经济面临三大风险：一是贸易摩擦带来的不确定性将冲击全球供应链，可能通过推高通胀引发全球金融市场波动和恐慌，损害企业家信心，对世界经济产生不利冲击；二是全球各国央行通过扩大资产负债表和调整政策利率空间不足，减税和提高政府债务水平代价较大，财政和货币政策操作空间有限，进而拖累全球经济增长；三是贸易摩擦、地缘政治等一系列不确定性因素多种交织，叠加各国资产价格处于历史高位，一旦全球金融环境收紧，部分新兴经济体将面临资本流出压力，加剧新兴经济体的脆弱性和全球经济下行风险。

国内方面，物价不确定因素有所增加，内生增长动能有待加强。一方面央行肯定了2019年我国一季度经济运行总体平稳、好于预期，通过货币和财政政策发力，信用收缩得到缓解，保持了经济运行在合理区间，由于经济对房地产和基建投资依赖度较高等深层次原因，未来货币政策应对空间充足，货币政策工具箱丰富，有能力应对各种内外部不确定性；但是由于猪瘟、原油价格以及减税等对不同部门物价指数产生不同影响，未来物价水平将存在不确定性，需要持续监测，短期并不会成为货币政策的掣肘。

2、产出缺口接近零，控制货币供给总量

央行在货币政策实际操作中，重提“把好货币供给总闸门”，并对我国的潜在经济增速进行了分析。当前经济实际增速与潜在增速相近，产出缺口接近为零，实体经济供需基本平衡。此次背景下，货币刺激的效果不大，只会带来通胀，因此未来货币政策操作更加注重以适度的货币增长支持经济高质量发展，提升潜在产出的核心是提高全要素生产率。

从资金价格来看，贷款加权平均利率保持稳定。2019年3月，贷款加权平均利率为5.69%，环比较2018年12月略升5个BP，票据融资和个人住房贷款加权平均利率继续保持下降，一般贷款加权平均利率略微上升；经季节调整后，整体贷款加权平均利率环比略有下降，社会综合融资成本继续下行。

从供给数量来看，M2、社融增速与名义GDP增长率基本匹配，继续保持宏观杠杆率稳定，保持信贷合理增长。通过央行控制整体货币实现适度增长，近两年来我国M2保持个位数增长，增速均为8.1%，同期名义GDP增速分别为10.9%和9.7%，保持了宏观杠杆率总体稳定略有下降，“成果来之不易”，未来央行将重点引导M2、社融与国内生产总值名义增速相匹配，因此M2、社融增速分别保持8%、10%左右将会是常态。

从货币供给结构上来看，一季度影响银行体系流动性的季节性、临时性因素较

多,叠加税收高峰、地方债提前发行等多种因素影响,一季度流动性形势比较复杂,央行加大了结构性货币政策工具的使用,通过运用降准、定向中期借贷便利(TMLF)等工具投放中长期流动性,结合逆回购等短期资金供给,既满足了短期流动性需求,又使节后逆回购到期与现金回笼节奏相匹配,与中期借贷便利(MLF)到期共同对冲节后过剩流动性。总体来看,央行对资金面的供给平稳程度好于往年,保证了货币市场利率运行在合理区间并略有下降和银行体系流动性合理充裕,1.3%的超额存款准备金率虽然显示流动性充裕程度有所下降,但整体较好,有利于货币政策传导和稳定市场预期。

在货币发行机制上,除了传统的MLF、OMO、TMLF、再贷款、再贴现工具外,央行创设CBS 央票互换工具,支持银行发行永续债补充资本,并提升永续债的流动性;借助常备借贷便利操作,依靠商业银行发放贷款等信用扩张机制,对地方法人等金融机构按需足额提供短期流动性支持,充分发挥常备借贷便利利率作为利率走廊上限作用,促进货币发行平稳运行。

3、确立“三档两优”存款准备金率新框架

央行经过2018年四次和2019年年初两次降准后,对全面降准更加慎重,未来通过构架“三档两优”存款准备金率新框架,实施定向降准将成为常态。一季度央行的定向降准,主要是针对资产规模小于100亿元的县域农商行,将之前执行11%和10%的存款准备金率档次降至8%,经过这次定向降准之后,1000家县域农商行存款准备金将整体从平均10%左右水平降至8%,净释放长期资金3000亿元,相当于一次定向降准。央行通过对中小银行实行较低存款准备金率,调整分三次实施到位后,我国的存款准备金制度将形成“三档两优”的新框架,一方面体现了我国深化金融供给侧结构性改革,引导更多农村金融机构服务县域,加强对“三农”和小微企业的支持;另一方面“三档两优”的新框架将根据金融机构系统重要性程度、机构性质、服务定位等,采取三个基准档设定存款准备金率,体现了促进普惠金融发展与防范金融风险、维护金融稳定的之间的平衡。

表1: “三档两优”存款准备金率新框架

金融机构	普惠金融档次	2019年1月25日	2019年5月15日
工行、农行、中行、建行、 交行、邮政储蓄	基准	13.5	13.5
	普惠金融第一档	13	13
	普惠金融第二档	12.5	12.5
股份行、城商行、非县域 农商行、民营银行、外资 银行	基准	11.5	11.5
	普惠金融第一档	11	11
	普惠金融第二档	10	10
县域农商行	基准	11	8
	普惠金融	10	7
农合行、农信社、村镇银 行	基准	8	8
	普惠金融	7	7
农业发展银行	—	7.5	7.5
财务公司、金融租赁公司、 汽车金融公司	—	6	6

资料来源: 中国人民银行官网、金融监管研究院、新时代证券研究所

“三档两优”存款准备金率新框架: 一是有助于降低中小微企业的融资成本。央行通过“定向降准+TMLF+OMO”操作, 提供3000亿元长期流动性, 有助于直

接降低中小银行的付息成本,通过中小银行传导有助于降低整体金融机构负债端成本,从而传导至实体经济,降低中小微企业的融资成本。二是通过“精准滴灌”推动宽信用效果,逐步实现实体经济企稳。“三档两优”存款准备金率新框架有助于缓解高存款准备金率对中小银行对中小微企业和民企投放信贷的约束,降低银行体系因 MLF 到期产生的流动性回笼压力,提高宽货币向宽信用的传导,尤其是“两优”在三个基准档的基础上达到普惠金融定向降准政策考核标准的,可享受 0.5 或 1.5 个百分点的存款准备金率优惠,这样金融机构的实际存款准备金率水平要比我们看到的基准档更低一些,推动更多银行机构更好的服务实体经济发展。三是有利于中小微和民营企业发展。此次央行构建“三档两优”存款准备金率新框架,并非大水漫灌,主要是增加对中小微和民营企业等就业占比较高的实体经济贷款资金来源投入力度,所释放的资金有助于缓解小微企业和民营企业的融资难问题,从而提高资金服务实体经济的能力。

4、利率“并轨”先从贷款基准利率（LPR）着手

自 2018 年一季度央行提出我国利率市场化改革还有一些“硬骨头”,目前存贷款基准利率和市场利率“两轨”并存,央行已经连续 5 次货币政策执行报告中提出利率并轨的问题。“利率两轨”的存在:一是削弱了货币政策传导效率。央行目前经过多轮降准和定向降准之后,我国隔夜 shibor 已经降至平均 2.3-2.5% 左右水平,但是银行的结构存款利率依然维持在 4% 左右,普通贷款利率也没有进一步下行空间,央行货币政策利率通过货币市场利率再传导到贷款利率效率大打折扣。

二是利率双轨产生了一定的套利空间。例如,自 2018 年 5 月以来,票据融资出现爆发性增长,一方面得益于银行风险偏好下降,将中长期贷款转为短期票据融资;另一方面来自于货币市场利率下行,带动票据市场利率快速下行,尤其是当票据融资利率低于结构性存款时,企业可以通过存入结构性存款,然后在商业银行开出承兑汇票,通过票据贴现赚取息差进行套利。正是利率双轨制的存在使得这种套利行为短期难以消除。

三是利率双轨导致存款搬家,商业银行负债短期化、同业化,息差缩窄。虽然目前存款利率浮动上限已经完全放开,但是在利率定价自律机制下,上浮比例一般在 50% 左右,上浮后存款利率仍低于同期限的银行理财、货币基金等市场化产品,商业银行吸收传统存款难度日益增大。与此同时,银行理财以及货币基金加快发行,存款“搬家”现象突出。这样倒逼商业银行依靠发行同业存单进行资产负债表扩张,银行息差被进一步压缩,衍生出金融空转和监管套利,影子银行过度繁荣。

因此,当务之急便是利率并轨。央行结合国际经验,认为稳妥推进贷款利率“两轨合一轨”,重点是要进一步培育市场化贷款定价机制,通过建立美国、日本、印度等经济体类似贷款基础利率（LPR）的市场化报价机制,作为金融机构贷款利率定价的参考,提高 LPR 对市场利率敏感度,逐步接近货币市场利率波动。激活我国金融机构 LPR 集中报价和发布机制,扩大以 LPR 定价为基准的贷款范围、规模与期限,将同业拆借和普通贷款均纳入以 LPR 定价为基准的范围内,建立 LPR 与银行间质押回购加权利率或上海同业拆借利率（shibor）之间的联动关系,最终影响商业银行的贷款利率和同业拆借利率,也降低利率并轨对市场的冲击。

利率并轨一方面是建立统一的锚,另一方面则是监管理念的转变。由于央行对商业银行设定了存贷款各种考核指标,并将同业存单纳入 MPA 考核,迫使商业银行即使同业存单利率比结构性存款低,也不得不更高成本重视传统存款的重要性,叠加发债等限制,银行负债端定价机制进一步割裂。因此利率并轨还亟需监管部门

转变监管理念，赋予商业银行在负债端更多自主选择权，商业银行将会自发实现贷款内部资金转移定价（FTP）与金融市场业务 FTP 统一，利率并轨也迎刃而解。

表2：央行利率双轨制改革进程

时间	央行公告
2013 年 7 月 19 日	全面放开金融机构贷款利率管制，取消金融机构贷款利率 0.7 倍的下限，取消票据贴现利率管制，个人住房贷款利率浮动区间暂不作调整。
2015 年 10 月 23 日	对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限。
2018 年一季度货币政策报告	利率市场化改革还有一些“硬骨头”。目前存贷款基准利率和市场利率“两轨”并存，存在存款“搬家”现象，一定程度上推动银行负债短期化、同业化，资金稳定性下降，成本上升。
2018 年二季度货币政策报告	进一步推进大额存单发展，促进金融机构自主合理定价，完善市场化的利率形成、调控和传导机制，推动利率逐步“两轨合一轨”。
2018 年三季度货币政策报告	完善利率走廊机制，增强利率调控能力，进一步疏通央行政策利率向金融市场及实体经济的传导，推动利率体系逐步“两轨合一轨”。
2018 年四季度货币政策报告	稳妥推进利率“两轨合一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制。强化央行政策利率体系的引导功能，完善利率走廊机制，增强利率调控能力，重点是进一步疏通央行政策利率向市场利率和信贷利率的传导，提升金融机构贷款定价能力，适度增强市场竞争，更好地服务实体经济。继续培育市场基准利率和完善国债收益率曲线，健全市场化的利率形成机制。
2019 年央行工作会议	稳妥推进利率“两轨合一轨”，完善市场化的利率形成、调控和传导机制。
2019 年一季度货币政策报告	利率市场化改革的一个核心问题是稳妥推进利率“两轨合一轨”，理顺资金价格决定机制。稳妥推进贷款利率“两轨合一轨”，重点是要进一步培育市场化贷款定价机制。从国际经验看，建立起贷款基础利率（LPR）等市场化报价机制，作为金融机构贷款利率定价的参考，在推动贷款利率市场化改革过程中发挥了重要作用。

资料来源：中国人民银行官网，新时代证券研究所

5、抓住“金融供给侧结构性改革”主线，深入推动金融机构改革

2019 年，金融供给侧结构性改革将会成为贯穿全年的主线，央行一季度货币政策执行报告显示，未来金融供给侧结构性改革重点将会体现在：

首先，继续深化利率市场化改革，稳妥推进利率“两轨合一轨”。近年来，我国利率市场化改革步伐加快，不仅基本实现了货币利率市场化、债券发行利率市场化，而且于 2013 年放开贷款利率管制、2015 年放开存款利率管制，2018 年一季度货币政策首次提出“存贷款基准利率和货币和债券市场利率‘两轨’并一轨”。2019 年央行货币政策执行报告更是明确了“稳妥推进利率‘两轨合一轨’，完善市场化的利率形成、调控和传导机制”。可见，利率并轨已经成为利率市场化改革的“临门一脚”和“硬骨头”，踢好这“临门一脚”方显金融供给侧结构性改革的真功夫。

其次，完善人民币汇率市场化形成机制。利率是资金对内的价格，那么汇率就是人民币资产对外的价格，实现人民币汇率以市场供求为基础双向浮动，在合理均衡水平上基本稳定，有助于实现跨境资本流动和外汇供求基本平衡，汇率预期平稳，也有助于降低汇率波动对微观主体汇兑成本和金融市场的冲击，从而促进双边贸易和海外资金在国内资本市场的投资；同时在香港发行央票，有助于丰富香港离岸市

场中高信用等级人民币金融产品，完善香港离岸市场的人民币债券收益率曲线，推动人民币国际化。

第三，推动金融机构市场化改革。目前我国当前我国金融体制改革取得成绩显著，但是问题依然显著：一是货币传导机制不畅，影响资金流向中小微企业；二是金融空转和套利现象；三是货币调控政策亟需从数量型向价格型转型，建立利率走廊；四是推动国有金融资本改革，激活国有控股金融服务实体的效率；五是构建PE、信贷、债券、股票等全方位、多层次金融支持服务体系，提高各层次金融自身发展水平。下一步央行将会全面落实开发性、政策性金融机构改革方案，实现政策性金融职能定位，发挥开发性、政策性金融机构作用，加强金融风险防控，更好服务国家战略。

第四，深化外汇管理体制改革的，扩大金融对外开放。金融开放我国已经采取了一系列措施，包括制定金融开放的时间表和路线图，提高沪港通、深港通、QFII、RQFII 额度，积极推进沪伦通以及 CDR 和科创板，降低外资进入券商、保险门槛等措施，满足境外投资者对中国资本市场的投资需求；同时以开放促改革，倒逼国内金融提高服务水平和效率，提高金融市场价格发现和配置资源的作用，研究支持自贸试验区、粤港澳大湾区建设及海南全面深化改革开放的外汇管理举措，通过提升外汇管理服务实体经济能力，扩大金融高水平双向开放，推动国内金融机构参与国际金融治理。

总之，金融供给侧结构性改革并不是要沿袭产业领域“三去”的思路，而是明确金融服务的重点是补齐金融发展的短板，只有改善小微企业和“三农”金融服务，才能提高金融服务实体经济的质量和效率，通过优化融资结构、完善金融服务体系、降低融资成本、创新金融产品、加强金融覆盖，提高金融服务实体经济效率，推动金融高质量发展。

6、 货币政策趋势与展望

2019 年一季度我国经济取得成绩实属不易，我国近十年来潜在经济增速有所下行，根据央行测算，当前经济实际增速与潜在增速非常相近，产出缺口接近为零，未来我国通过货币政策刺激经济增速存在一定的制约：在产出缺口接近零时，通过货币刺激经济的效果将会大打折扣，只会带来通胀水平的上升，因此，在经济增速缺口接近零时，货币政策或将更加中性。未来的关键在于通过技术进步、体制机制改革等提高全要素生产率，才有助于进一步拓展经济潜在增速的空间，未来货币政策将会在深化金融供给侧结构性改革的同时，不断改进金融服务水平。

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_12434

