



Research and  
Development Center

# 从“逆周期”到“跨周期”，政策利率中枢作用强化

——二季度货币政策执行报告点评

2020年8月7日

李一爽 分析师

证券研究报告

固收研究

点评报告

李一爽 分析师

执业编号: S1500520050002

联系电话: +86 18817583889

邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 从“逆周期”到“跨周期”，政策利率中枢作用强化

2020年8月7日

### 本期内容提要

**事件。**8月6日，央行发布《二季度货币政策执行报告》。在二季度经济形势好于预期的背景下，央行延续了7月政治局会议以及5月以来整体的政策基调，从强化逆周期调控到完善跨周期设计，淡化总量、重视结构，更加强调金融风险，要求政策具有可持续性，并且对5月以来资金利率的变化提出了解释，并将政策利率作为存单乃至国债收益率曲线的中枢，利率锚确定后市场的稳定性可能提升。我们认为有以下要点值得关注。

### 点评：

- 央行在二季度《货币政策执行报告》中对于货币政策在5月后的转向进行了解释。在二季度经济展现韧性的基础上，央行对于存在的问题坚定信心、保持定力，坚持以总量政策适度、融资成本明显下降、支持实体经济三大确定性应对高度不确定的形势，从“强化逆周期调控”转变为“完善跨周期设计和调节”，重视货币政策“可持续发展”，珍惜货币政策的长期空间，更加强调根据金融形势把握政策节奏，坚持稳增长与防风险的平衡。
- 对应在具体的政策操作上，央行对于总量政策进一步淡化，强调有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，重视结构性政策对于金融机构的正向激励、引导金融机构加大对经济重点和薄弱环节信贷以及发挥利率引导作用，降低社会融资成本的作用。
- 6月一般贷款加权平均利率为5.26%，较上季度下降0.22%，同比下降0.68%，如果按照全年让利要求测算，下半年加权利率仍有下行空间，仍然需要LPR调整或加大结构性政策的力度。而央行在提及要保持流动性合理充裕时，特别强调要引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行，政策利率的中枢地位进一步强化。央行还特别提到，MLF利率作为中期政策利率，与作为短期政策利率的公开市场操作利率共同形成央行政策利率体系，同业存单、回购和拆借等银行之间融资工具的利率以及国债收益率曲线，大体也围绕央行政策利率波动，也5月以来资金利率调整以及近期同业存单利率调整的原因。但目前上述利率已经调整至均衡水平，央行政策可能回归中性，可能更加积极的补充流动性缺口，二季度以来超储率过低的现象可能得到一定的修正，市场的稳定性有望提升。
- 总体而言，本次《货币政策执行报告》淡化总量政策意味着进一步宽松的空间有限，但在市场利率已经调整至央行合意水平的背景下，货币政策短期进一步收紧的概率也不高，央行政策可能从前期的边际收紧回归中性，更加积极的补充流动性缺口，二季度以来超储率过低的现象可能得到一定的修正，市场的稳定性有望提升，10年国债收益率有望维持在2.8%到3.0%的中枢波动。而从二季度利率下行的幅度，实现让利目标仍需综合融资成本进一步下行，如果LPR无法下行，

那么结构性政策也有加码的必要。此外，本次报告中也特别提到要加强与财政部门有机协同，促进政府债券顺利发行。因此，在8-10月政府债券供给的高峰期，央行或仍将加大投放力度甚至进行定向降准来维持市场稳定，投资者对于供给压力无需过于担心。

## 目录

1.事件.....	1
2.货币政策取向上，从“强化逆周期调控”转变为“完善跨周期设计和调节”.....	1
2.1 二季度经济形势好于预期，面对问题要坚定信心、保持定力.....	1
2.2 从“逆周期”到“跨周期”，强调可持续发展.....	1
2.3 防范金融风险被放在了更重要的位置，特别提及不良贷款问题.....	1
3.货币政策操作上淡化总量政策，政策利率作为市场利率锚的作用可能进一步发挥.....	2
3.1 淡化总量政策，更加重视结构性政策.....	2
3.2 企业融资成本继续下降，实现全年让利目标下半年仍需下行.....	2
3.3 强调政策利率的中枢地位，收益率定价体系锚确定。.....	2
4. 总结.....	3

## 图目录

图 1： 2020 年《二季度货币政策执行报告》重要变化一览.....	4
-------------------------------------	---

## 1.事件

8月6日，央行发布《二季度货币政策执行报告》。在二季度经济形势好于预期的背景下，央行延续了7月政治局会议以及5月以来整体的政策基调，从强化逆周期调控到完善跨周期设计，淡化总量、重视结构，更加强调金融风险，要求政策具有可持续性，并且对5月以来资金利率的变化提出了解释，并将政策利率作为存单乃至国债收益率曲线的中枢，利率锚确定后市场的稳定性可能提升。我们认为有以下要点值得关注。

## 2.货币政策取向上，从“强化逆周期调控”转变为“完善跨周期设计和调节”

### 2.1 二季度经济形势好于预期，面对问题要坚定信心、保持定力

与一季度在疫情冲击下，强调“我国经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感”，在二季度我国经济展现出强劲韧性，在常态化疫情防控中经济社会运行基本趋于正常，经济加快恢复增长。央行更加强调整我国经济长期向好的基本面没有变。尽管全球经济与我国自身都面临一些问题，对此要客观认识、理性看待，坚定信心、保持定力。这一判断是央行近期政策逐步回归常态化的根本原因。

### 2.2 从“逆周期”到“跨周期”，强调可持续发展

在经济形势有所好转的背景下，《执行报告》提出“坚持以总量政策适度、融资成本明显下降、支持实体经济三大确定性应对高度不确定的形势”。从一季度多次强调“强化逆周期调控”转变为“完善跨周期设计和调节”，货币政策在坚持把支持实体经济恢复放到更加突出的位置的基础上，又增加了“可持续发展”的提法，更加珍惜货币政策的长期空间，并在专栏4中强调了全球低利率的不良影响，强调2020年以来我国坚持实施正常的货币政策。

### 2.3 防范金融风险被放在了更重要的位置，特别提及不良贷款问题

《执行报告》中还将一季度“根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏”，改为“根据……经济金融形势……，把握好政策力度、节奏和重点”，特地提及金融形势，并把政策节奏放在了重点之前，强调“稳增长”与“防风险”之间的平衡。央行特别提到的是要使银行特别是中小银行不良贷款的风险，并且提前筹划、稳妥应对疫情冲击下未来银行业不良贷款上升风险，并在专栏3中特别介绍了对于包商银行的处置流程。而对于杠杆率提升的问题，央行表示随着经济增速向潜在水平回归，宏观杠杆率也将逐步回归至合理水平，更多是从分母角度考量。本次报告延续了政治局会议的说法，

强调社融与 M2 合理增长，信用扩张可能边际放缓，但整体可能保持稳定。

### 3. 货币政策操作上淡化总量政策，政策利率作为市场利率锚的作用可能进一步发挥

#### 3.1 淡化总量政策，更加重视结构性政策

二季度报告中将一季度的“运用总量和结构性政策，保持流动性合理充裕”，改为“综合运用并创新多种货币政策工具……”，结合前文“总量政策适度”的表述，总量政策经进一步淡化，这也是考虑到总量政策过度投放可能带来的后遗症。央行强调有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。而央行在专栏 1 中特别强调了今年以来已通过二次定向降准释放资金 9500 亿，出台三批再贷款再贴现 1.8 万亿，目前最后一批 1 万亿再贷款截至 7 月 27 日，已累计发放 4573 亿元；两个创新直达实体货币政策工具提供资金 4400 亿。央行还认为，结构性政策存在——建立对金融机构的正向激励；优化信贷“报销”机制，引导金融机构加大对经济重点和薄弱环节信贷支持；发挥利率引导作用，降低社会融资成本——这三方面的功能。但是，本次报告中也特别提到要加强与财政部门有机协同，促进政府债券顺利发行。在 8-10 月政府债券供给的高峰期，央行或仍将加大投放力度甚至进行定向降准来维持市场稳定。

#### 3.2 企业融资成本继续下降，实现全年让利目标下半年仍需下行

二季度下调 LPR 利率 20BP，6 月一般贷款加权平均利率为 5.26%，较上季度下降 0.22%，同比下降 0.68%，企业贷款加权平均利率为 4.64%，较上季度下降 0.18%，同比下降 0.64%。对比一季度在财政贴息等因素影响下，一般贷款利率在 LPR 下降 10BP 的背景下，下滑超过 30BP，但二季度一般贷款利率的降幅已经与 LPR 的降幅大体相当。根据我们此前的测算，央行通过利率下行让利 9300 亿元，如果假设债券利率维持在当前水平，大约仅能让利 800 亿元，剩余 8500 亿元均要通过贷款利率下行实现，这就需要一般贷款利率下降至少 70BP。但考虑 2019 年四季度 LPR 改革后一般贷款利率已经开始下行，因此想要实现全年目标，年末一般贷款加权利率仍要降至 5% 左右。但如果 LPR 不进行调节，可能也需要结构性政策进一步加码。

#### 3.3 强调政策利率的中枢地位，收益率定价体系锚确定。

央行在提及要保持流动性合理充裕时，特别强调要引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行，政策利率的中枢地位进一步强化。在回顾二季度形势时，提到同时通过多种方式加强预期管理，促使货币利率围绕公开市场操作利率平稳运行，发挥了公开市场操作利率作为短期市场利率中枢的作用，显示当前资金利率的水平或已达到央行的何意水平。此外，央行在专栏 2 介绍货币政策的传导机制时，还强调 MLF 利率作为中期政策利率，与作为短期政策利率的公开市场操作

利率共同形成央行政策利率体系，同业存单、回购和拆借等银行之间融资工具的利率以及国债收益率曲线，大体也是围绕央行政策利率波动的。这样的说法也解释了7月以来同业存单利率提高的原因，央行最近数月缩量续作MLF与TMLF回笼资金，使得大行增加同业存单的发行补充流动性，最终使得1年期同业存单利率已经接近1年期MLF利率。此外，7天逆回购利率是DR007的中枢，衡量市场参与者进行交易的融资成本，或与短期一年期国债利率匹配，1年期MLF利率是银行负债成本的中枢，可以影响银行配置债券的决策，或与10年期国债利率匹配，这可能是国债收益率曲线，大体也是围绕央行政策利率波动的内涵。如果从这个角度看，经过了前期调整后，国债利率、同业存单利率大致也都修正到了央行所指称的均衡水平附近，央行政策可能回归中性，可能更加积极的补充流动性缺口，二季度以来超储率过低的现象可能得到一定的修正，市场的稳定性有望提升。

## 4. 总结

央行在二季度《货币政策执行报告》中对于货币政策在5月后的转向进行了解释。在二季度经济展现韧性的基础上，央行对于存在的问题坚定信心、保持定力，坚持以总量政策适度、融资成本明显下降、支持实体经济三大确定性应对高度不确定的形势，从“强化逆周期调控”转变为“完善跨周期设计和调节”，重视货币政策“可持续发展”，珍惜货币政策的长期空间，更加强调根据金融形势把握政策节奏，坚持稳增长与防风险的平衡。

对应在具体的政策操作上，央行对于总量政策进一步淡化，强调有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，重视结构性政策对于金融机构的正向激励、引导金融机构加大对经济重点和薄弱环节信贷以及发挥利率引导作用，降低社会融资成本的作用。

6月一般贷款加权平均利率为5.26%，较上季度下降0.22%，同比下降0.68%，如果按照全年让利要求测算，下半年加权利率仍有下行空间，仍然需要LPR调整或加大结构性政策的力度。而央行在提及要保持流动性合理充裕时，特别强调要引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行，政策利率的中枢地位进一步强化。央行还特别提到，MLF利率作为中期政策利率，与作为短期政策利率的公开市场操作利率共同形成央行政策利率体系，同业存单、回购和拆借等银行之间融资工具的利率以及国债收益率曲线，大体也围绕央行政策利率波动，也5月以来资金利率调整以及近期同业存单利率调整的原因。但目前上述利率已经调整至均衡水平，央行政策可能回归中性，可能更加积极的补充流动性缺口，二季度以来超储率过低的现象可能得到一定的修正，市场的稳定性有望提升。

总体而言，本次《货币政策执行报告》淡化总量政策意味着进一步宽松的空间有限，但在市场利率已经调整至央行合意水平的背景下，货币政策短期进一步收紧的概率也不高，央行政策可能从前期的边际收紧回归中性，更加积极的补充流动性缺口，二季度以来超储率过低的现象可能得到一定的修正，市场的稳定性有望提升，10年国债收益率有望维持在2.8%到3.0%的中

枢波动。而从二季度利率下行的幅度，实现让利目标仍需综合融资成本进一步下行，如果 LPR 无法下行，那么结构性政策也有加码的必要。此外，本次报告中也特别提到要加强与财政部门有机协同，促进政府债券顺利发行。因此，在 8-10 月政府债券供给的高峰期，央行或仍将加大投放力度甚至进行定向降准来维持市场稳定，投资者对于供给压力无需过于担心。

图 1：2020 年《二季度货币政策执行报告》重要变化一览

货币政策执行报告对比	2020Q2	2020Q1
全球经济形势	随着复工复产推进，部分经济体指标逐步改善。	全球经济衰退已成定局。
国内经济形势	<p>二季度 GDP 同比增长 3.2%，明显好于预期。中长期看，我国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变。</p> <p>常态化疫情防控中经济社会运行基本趋于正常，<b>经济加快恢复增长。经济已由一季度疫情带来的“供需冲击”演进为“供给快速恢复、需求逐步改善”，市场预期总体稳定，<u>下半年经济增速有望回到潜在增长水平。</u></b></p> <p><b><u>两新一重有力推进，新产业、新业态、新动能正在形成并快速发展。</u></b></p> <p>世界经济陷入衰退，国际疫情仍处于较长的高峰平台期，<b><u>地缘政治紧张局势抬头、部分国家间经贸摩擦日益深化</u></b>；国内防范疫情输入和世界经济风险压力仍较大，<b>餐饮旅游、文化娱乐等服务业恢复相对缓慢。</b></p> <p><b><u>随着经济增速向潜在水平回归，宏观杠杆率也将逐步回归至</u></b></p>	<p>今年一季度，新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击。但新冠肺炎疫情的影响是总体可控的，短期面临的巨大挑战改变不了中国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面。</p> <p>疫情防控常态化中经济社会运行逐步趋于正常，<b><u>复工复产正在逐步接近或达到正常水平。</u></b></p> <p>国内经济面临挑战增多。世界经济衰退风险加剧，国际疫情持续蔓延，不稳定不确定因素显著增多；防范疫情输入、国际经济风险压力、<b><u>复工复产与经济社会发展面临新困难。</u></b></p>

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\\_3406](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3406)

