

宏观周报

如何理解近期央行的操作？——兼对2020年货币政策展望

■ 核心观点

第一，今年以来货币政策宽松相对审慎的主要原因在于，我国的货币政策承担着多重功能。在经济下行压力较大时，货币政策作为逆周期调节政策主要目标是稳增长；但在稳增长的同时，需要兼顾着防范系统性金融风险，这就决定了一旦经济出现企稳迹象，货币政策需要边际收紧。此外，受制于人民币汇率的贬值压力以及由于猪肉价格上涨带来的通胀压力，货币政策作为逆周期调节工具时放松力度也较为有限。

第二，对于 11 月以来央行的持续“降息”，我们认为主要向市场传递了如下信号：其一，由猪肉价格上涨带动的结构性通胀对货币政策宽松的掣肘有限，不会导致货币政策转向收紧，缓解市场对货币政策的悲观预期；其二，10 月经济金融数据显示经济下行仍在持续，货币政策仍需稳增长。不过，货币政策的效果具有时滞，11 月的降息可能是为 2020 年一季度提前发力；其三，三季度一般贷款加权利率环比上升，需要下调政策利率引导实体经济融资成本下行。

第三，在新的 LPR 报价机制下，7 天逆回购利率在货币政策传导机制中的重要性有所下降。本次 7 天回购利率的下降一方面有助于降低来自央行负债的成本，另一方面通过利率传导，有助于引导同业负债成本的下降。

第四，当前央行通过下调 MLF 和 OMO 操作利率显著不同于央行以往的降息。以往央行降息都是一次性下调存贷款基准利率几十个 BP，宽松力度较大，刺激效果明显，属于“大水漫灌”，但也会导致房地产价格暴涨。当前的利率下调幅度较小，而且多是针对增量贷款，存量贷款目前还是以贷款基准利率定价，对房地产价格的影响较小。利率下调的信号意义强于实际效果，也为我国正常化的货币政策留足空间。

第五，展望 2020 年，我国的货币政策仍将是维持多目标制，货币政策整体保持温和宽松。上半年受高通胀的掣肘以及财政政策的前置发力，货币政策的宽松料将更为审慎。具体操作上 2020 年预计会有 2-3 次的降准，公开市场 OMO 操作利率和 MLF 利率继续下调来引导 LPR 报价利率继续逐渐小幅下调。此外，促进存量贷款由贷款基准利率定价向 LPR 定价切换以及鼓励商业银行补充资本金，尤其是中小商业银行补充资本金，也是货币政策发挥效果的重要保障。

本周市场重点

2019 年中国货币政策操作充分体现了多目标操作的特点。1-3 月份，货币政策强化逆周期调控，保持稳健偏宽松的姿态，在年初降准 1 个百分点后，公开市场操作频繁；4-5 月份，一季度经济和金融数据的大幅改善使得货币政策出现边际调整，尤其央行一季度例会和货币政策执行报告均重提把好货币供给总闸门；

6-7 月份，包商银行事件的发酵使得银行间市场流动性分层的问题愈加凸显，央行公开市场操作力度再次加大，并通过超额续作 MLF、增加再贴现额度、定向 SLF、拓宽合格抵押品范围等一系列操作，对冲短期流动性风险；8-10 月份，受制于 CPI 快速上行以及贸易摩擦加剧导致人民币贬值压力加大，短期资金利率（R001 和 R007）一直维持在较高水平，直到央行在 9 月 16 日全面降准之后才有所缓解；受 9 月份季末经济数据的走强以及通胀压力攀升，货币政策的宽松在 10 月再次落空，市场预期的 TMLF 也没有出现。直至 11 月 5 日，央行下调 MLF 利率 5 个 BP；11 月 18 日四年来首次下调了 7 天逆回购利率 5 个 BP；之后，11 月 20 日 LPR 最新报价再度下调 5 个 BP，是改革完善 LPR 报价机制以来的第三次下调。

今年以来货币政策宽松相对审慎的主要原因在于，我国的货币政策承担着多重功能。在经济下行压力较大时，货币政策作为逆周期调节政策主要目标是稳增长；但在稳增长的同时，需要兼顾着防范系统性金融风险，这就决定了一旦经济出现企稳迹象，货币政策需要边际收紧。自 2017 年提出“三大攻坚战”以来，防风险就成为了货币政策的中长期目标，这决定了货币政策难以大幅放松。此外，受制于人民币汇率的贬值压力以及由于猪肉价格上涨带来的通胀压力，货币政策作为逆周期调节工具时放松力度也较为有限。

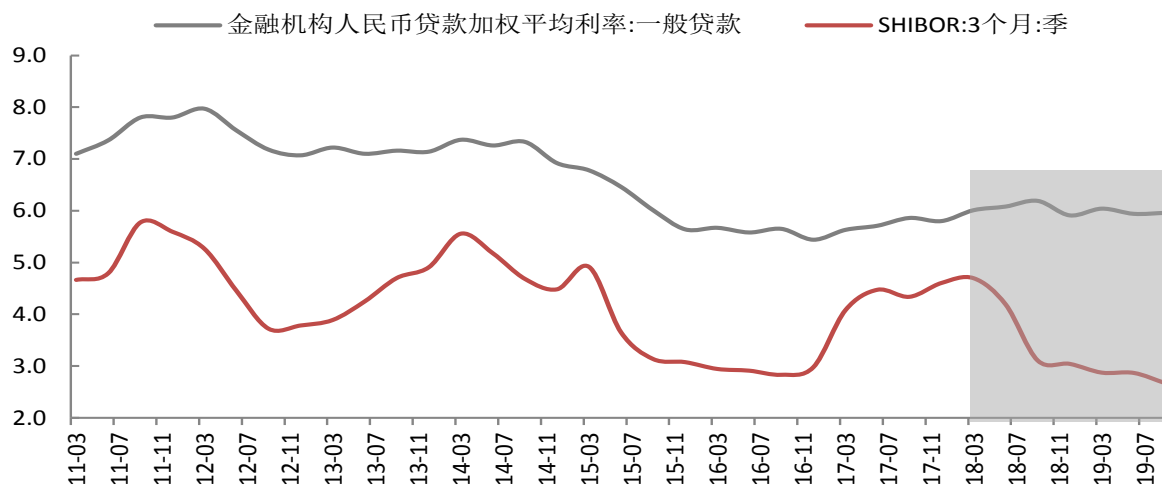
对于 11 月以来央行的持续“降息”，我们认为主要向市场传递了如下信号：其一，由猪肉价格上涨带动的结构性通胀对货币政策宽松的掣肘有限，不会导致货币政策转向收紧，缓解市场对货币政策的悲观预期；其二，10 月工业生产、消费、投资、信贷等分项数据近乎全线走弱，虽然有一定的季节性，但显示经济下行仍在持续，货币政策仍需稳增长。不过，货币政策的效果具有时滞，11 月的降息可能是为 2020 年一季度提前发力；其三，疏通货币政策的传导机制，降低实体经济融资成本一直是货币政策的主要任务。2019 年三季度相比 2018 年底，作为银行间市场利率的 3 个月 SHIBOR 下降了 38 个 BP，一般贷款加权平均利率上升 5 个 BP；2019 年三季度相比二季度，3 个月 SHIBOR 下降了 20 个 BP，一般贷款加权平均利率上升 2 个 BP。货币政策需要通过下调政策利率（MLF 利率）来引导 LPR 报价利率下行，缓解一般贷款加权利率的上行。

在新的 LPR 报价机制下，下调 MLF 利率可以直接引导 LPR 报价下行，其下调符合市场预期。但下调 7 天逆回购利率确实超出市场预期，这主要是由于自 LPR 报价改革以来，货币政策的传导机制由“政策利率——货币市场利率——存款利率——商业银行整体负债成本——贷款利率”直接缩短至“政策利率——LPR 报价——贷款利率”，7 天逆回购利率在货币政策传导机制中的重要性有所下降。我们认为，降低 7 天逆回购利率可能是为了降低银行负债成本。从商业银行的资产负债表来看，商业银行的负债来源有居民和非金融企业的存款、对央行的负债、同业负债、债券发行等，其中存款的成本刚性较强，短期难以下降。7 天回购利率的下降一方面有助于降低来自央行负债的成本，另一方面通过利率传导，有助于引导同业负债成本的下降。自 7 月份银行间市场利率中枢上升以来，同业存单的发行利率也在震荡上行，这会显著抬升对同业负债依赖较高的中小银行的负债成本。尤其是在临近年末，银行为满足 LCR 指标的考核，倾向于发行同业存单冲量，这会导致同业存单发行利率可能进一步上行，商业银行负债成本的增加不利于其压低 LPR 报价。

此外，值得说明的是，当前央行通过下调 MLF 和 OMO 操作利率显著不同于央行以往下调存贷款基准利率。以往央行降息都是一次性下调存贷款基准利率几十个 BP，宽松力度较大，刺激效果明显，属于“大水漫灌”，但也会导致房地产价格暴涨。当前的利率下调幅度较小，而且多是针对增量贷款，存量贷款目前还是以贷款基准利率定价，对房地产价格的影响较小。利率下调的信号意义强于实际效果，也为我国正常化的货币政策留足空间。

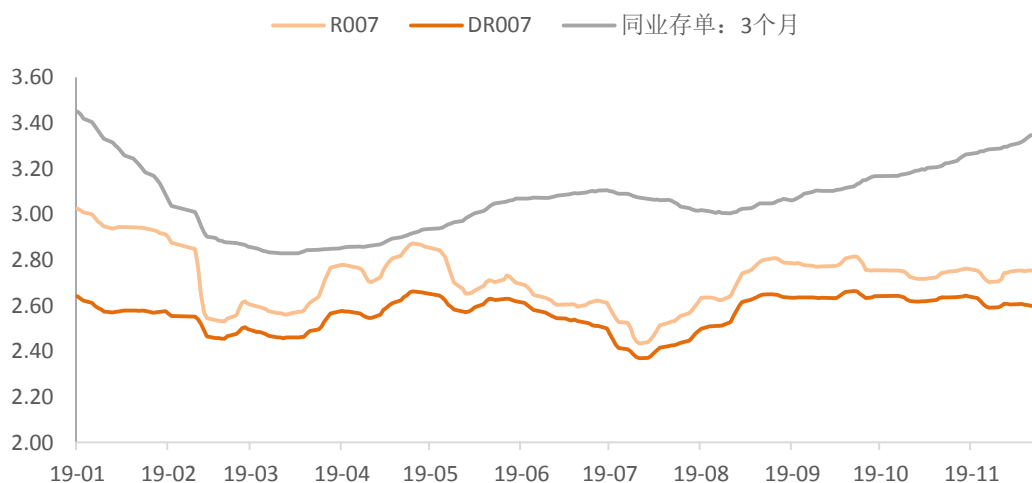
展望 2020 年，我国的货币政策仍将是维持多目标制，防风险、稳增长、调结构与稳物价，货币政策整体保持温和宽松。上半年受高通胀的掣肘以及财政政策的前置发力，货币政策的宽松料将更为审慎。具体操作上 2020 年预计会有 2-3 次的降准，公开市场 OMO 操作利率、MLF 利率和 LPR 报价利率继续逐渐小幅下调。此外，促进存量贷款由贷款基准利率定价向 LPR 定价切换以及鼓励商业银行补充资本金，尤其是中小商业银行补充资本金，也是货币政策发挥效果的重要保障。

图表1 一般贷款利率下行有限（%）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 同业存单发行利率近期显著上升（%）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

上周市场动态

■ 央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会

事件: 11月19日, 央行行长、国务院金融稳定发展委员会办公室主任易纲主持召开金融机构货币信贷形势分析座谈会, 研究当前货币信贷形势, 部署下一步货币信贷工作。

点评: 央行本次会议有以下几点值得关注: 第一, 要实施好稳健的货币政策, 加强逆周期调节。这说明在当前经济下行压力继续加大的情况下, 央行的货币政策依旧保持稳健偏宽松, 短期内大幅度的宽松可能性不大, 但整体宽松的大方向上没有变。第二, 局部性信用收缩压力依然存在, 这个说法在三季度货币政策执行报告中也有提及。传统行业承

贷意愿和能力有限，融资结构不均，因此，央行表示要通过改革的方法优化资源配置，同时发挥好贷款市场报价利率的引导作用，引导实际贷款利率下行。第三、要求金融机构提高政治站位，说明在当前情况下，需要金融机构转变以利润为主导的思想，以国家观念为重点，是对经济形势严峻的一种侧向表态，也是央行对于过去各金融机构的配合不足表示的提醒。在央行的政策手段尚未用尽的情况下，这一表态不是对经济形势表示的悲观，而应该是宽信贷政策效果不理想，要求各金融机构加强配合。

■ 国际经济形势动荡

事件：11月19日，美国国会参议院通过“香港人权与民主法案”。该“法案”于10月15日由美国国会众议院通过。中国外交部发言人表示香港事务是中国内政，如果美方一意孤行，中方必将采取有力措施予以坚决反制，坚定维护国家主权、安全、发展利益。虽然此前中美经贸磋商取得进展，但是本次“法案”通过后中美贸易谈判的前景变得不明朗。同日，日韩两国在世界贸易组织（WTO）争端解决机制下的第二轮司局级磋商已结束，双方分析仍未能缩小。韩国方面表示，可能会中断其与日本在WTO的谈判。12月12日，英国大选即将到来，为计划于明年1月底的脱欧进程带来了不确定性。本周电视辩论结束后，据英国舆论观察网（YouGov）的调查数据显示，约翰逊以51%的支持率领先科尔宾两个百分点，双方大选的前景不确定性同样对英国脱欧前景带来了不确定性。

■ 中共中央、国务院正式印发《国家积极应对人口老龄化中长期规划》

事件：11月21日，中共中央、国务院近日印发了《国家积极应对人口老龄化中长期规划》，明确到2022年，我国积极应对人口老龄化的制度框架初步建立；到2035年，积极应对人口老龄化的制度安排更加科学有效；到本世纪中叶，与社会主义现代化强国相适应的应对人口老龄化制度安排成熟完备。

点评：2018年，我国65岁及以上人口比重达到11.9%，0—14岁人口占比降至16.9%，老年人口占总人口比重上升至17.9%，人口老龄化程度持续加深。人口老龄化在我国经济新常态的背景下会对我国经济造成进一步的压力。第一是社会保障和公共服务的压力，随着老龄化程度的加深，我国社会保障体系在医疗及养老问题上会面临较大的资金缺口。第二是人口红利的消失对我国经济的潜在增速造成负面影响，随着老龄化的到来，我国的劳动力供给会出现下滑，劳动力供给下降意味着劳动力价格升高，我国过去依靠人口红利的制造业优势将会不复存在，改革需要尽快完成。三是投资增速将面临较长的低谷，由于老年人口是净消费人群，老龄化的到来意味着净储蓄人口占比减少，另一方面在我国的文化背景下，子女需要承担的养老义务可能会对我国年轻人的储蓄能力带来压力，储蓄率的降低会造成投资能力的下降。四是消费能力也将受到挤压，医疗保健的消费将占较大的比例，而其它部门将面临较为显著的需求下降趋势。本次印发的《国家积极应对人口老龄化中长期规划》意味着老龄化社会带来的压力已经逐渐显现，应对老龄化上升至国家战略高度。

■ 发改委、商务部正式印发实施《市场准入负面清单（2019年版）》

事件：11月22日，发改委、商务部正式印发实施《市场准入负面清单（2019年版）》（以下简称《负面清单》），共列入事项131项，比去年的版本减少20项，放开“养老机构设立许可”等一批有含金量的审批，同时将“科创板首次公开发行股票注册”等依法新设或符合清单定位的准入措施纳入。发改委下一步将以服务业为重点开展进一步放宽市场准入试点。

点评：市场准入负面清单制度既是现代市场体系的重要组成部分，也是当前稳投资、稳预期的重要抓手。新版《负面清单》优化了管理措施，丰富了公开信息内容，进一步放宽了市场准入。本次清单的发布有望进一步发挥市场在资源配置中的决定性作用，与十八届四中全会的精神相符。同时，放宽市场准入也是在我国当前经济下行压力进一步加大、宽信贷反响平平的情况下，适度允许资本流入部分放开或者取消管理的领域，在打破壁垒，进一步开放与市场化的同时，缓解部分企业信贷成本较高、资金匮乏的局面。本次《负面清单》的发布也是我国继续深化改革的体现，对境内外投资者来说，放宽市场准入将会帮助我国吸引更多潜在境内外投资者，而营商环境的优化还会吸引外资企业的进驻，辅助我国进行进一步扩大开放。

重要数据跟踪

图表3 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.11.22)	最新值分位	本周均值 (2019.11.18-11.22)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	1.91	31.6%	2.20	51.2%	-33.19	-28.17
R007	2.51	51.1%	2.66	58.4%	-14.74	-13.38
SHIBOR:3M	3.03	35.6%	3.03	35.3%	4.94	20.59
1 年期国债收益率	2.64	51.2%	2.65	51.4%	-3.04	7.21
10 年期国债收益率	3.17	26.1%	3.18	25.6%	-6.63	3.33
1 年期国开债收益率	2.70	37.1%	2.71	37.9%	-6.83	1.43
10 年期国开债收益率	3.55	26.8%	3.55	27.4%	-9.53	3.30
美元兑人民币:中间价	7.02	44.8%	7.01	45.0%	0.10%	-0.70%
美元指数	97.99	62.5%	97.89	60.9%	-0.90%	-0.60%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_8807

