



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2019.2.22(Y-Research RN015)

刘昕/第一财经研究院研究员

liuxin@yicai.com

www.cbnri.org

研究简报

宏观与央行

央行四季度货币政策执行报告的四个重点

2018 年第四季度《中国货币政策执行报告》释放出明显的宽松信号，广谱利率有望继续下行。

2 月 21 日，中国人民银行发布了 2018 年第四季度的《中国货币政策执行报告》。报告释放出明显宽松信号，广谱利率有望继续下行。报告重点如下：

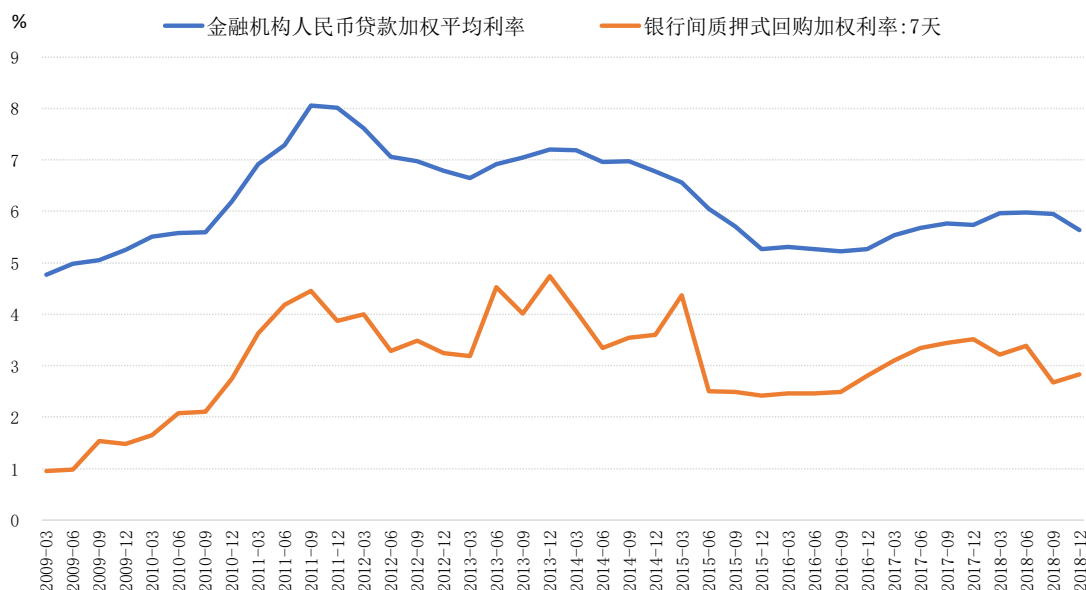
一、人民币贷款利率降幅明显，货币政策传导效果有所改善

2018 年第四季度，金融机构人民币贷款加权平均利率为 5.63%，较第三季度的 5.94% 下降 31bp。从金融机构人民币贷款利率区间占比来看，选择利率较基准利率下浮的机构占比由 9 月的 12.6% 上升至 12 月的 16.27%；选择利率较基准利率上浮 30% 以内的机构占比由 9 月的 34.05% 下降至 12 月的 31.4%。

与 2018 年前三季度相比，第四季度人

民币贷款加权平均利率降幅明显，反映货币政策向实体经济的传导效果已有所改善。虽然人民银行并未对存贷款基准利率进行调整，但在定向降准等流动性政策以及再贷款、再贴现、定向中期借贷便利（TMLF）等结构性政策的推动下，金融机构人民币贷款的利率依然显著下降，并且贷款利率的走势与银行间质押式七天回购利率的走势相一致，而后者是目前最能反映货币政策直接效果的指标之一。

图 1：利率“双轨”走势



资料来源：Wind、第一财经研究院

金融机构的自主定价能力有所提升，央行未来调整存贷款基准利率的可能性较低。在过去，央行对于存贷款基准利率的调整通常会以相同程度反映在人民币贷款利率上。例如，贷款基准利率下调 50bp 将带动贷款实际平均利率下降 50bp 左右。2015 年 10 月之后，中国存贷款基准利率的浮动区间已完全放开，随着金融机构自主定价能力以及风险管理能力的增强，未来央行通过存贷款基准利率实施货币政策的可能性已很小。事实上，此轮宽松周期就已证明央行可以通过流动性管理以及结构性政策取得预期中的宽松效果。

二、货币政策兼顾调周期与调结构

回顾 2018 年人民银行的货币政策，我们可以发现当下货币政策的目标已不仅仅是调节经济周期，还兼顾调整经济结构的重任，扩大民营企业、小微企业的融资比例是目前政策倾斜的重点。

从调周期的角度来看，为了对冲中国经

济的下行风险以及前期金融严监管所带来的融资信心萎靡，央行通过降准、各种借贷便利、抵押品扩容、央行票据互换（CBS）等手段向市场提供充裕的流动性。

从调结构的角度来看，2018 年央行创立了许多新型的货币政策工具，为民营企业以及小微企业融资提供了支持。1 月，央行开展针对普惠金融的定向降准，凡前一年小微企业贷款余额或增量占比达到 1.5% 或 10% 的商业银行，存款准备金率可下降 0.5 或 1.5 个百分点。7 月，央行再次定向降准 0.5 个百分点，鼓励商业银行按照市场化定价原则实施“债转股”项目以及使用释放资金向小微企业发放贷款。10 月，央行引导设立民营企业债券融资支持工具，通过再贷款形式向专业机构提供部分初始基金，委托其按照市场化运作、防范风险原则，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，为民营企业发债提供增信支持。12 月，央行设立定向中期借贷便利（TMLF），并且通过再贴现、再贷款的手段激励金融机构扩大对小微企

业、民营企业的投放，优化信贷投放结构。

三、央行表态“目前没有必要实施 QE”

在此次货币政策执行报告的首篇专栏中，央行特意回顾了中国货币发行机制的变迁，并在最后表态“央行大规模从金融市场上购买国债等资产意义不大，没有必要实施所谓量化宽松（QE）政策”。

央行此次在报告中特意表态不会实施 QE 或与市场对于央行通过 CBS 扩表的猜测有关。2019 年 1 月底，人民银行决定创设央行票据互换工具（CBS），为银行发行永续债提供流动性支持。虽然在记者会上，央行已经明确表示 CBS 操作将是“以券换券”，不涉及基础货币吞吐，但依然有不少观察者将 CBS 与发达国家在危机期间所实行的 QE 联系起来。

虽然央行的确通过 CBS 产生了扩表的结果，但市场不应过度夸大 CBS 的作用。事实上，主体评级不低于 AA 级的永续债和 CBS 一样可以纳入央行中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常

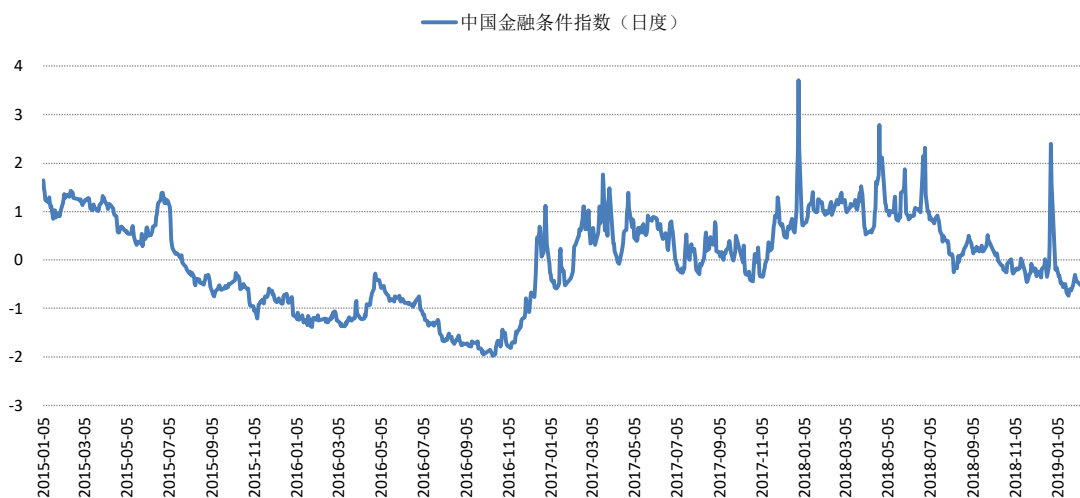
备借贷便利（SLF）和再贷款的合格担保品范围；但在机构之间的抵押回购交易中，显然 CBS 的风险还是要略低于永续债的。

因此从本质上看，CBS 的主要作用还是为永续债市场提供流动性，鼓励金融机构持有银行发行的永续债，以达到为银行补充一级资本、提高放贷效率的目的。

四、央行释放宽松信号，但不会“大水漫灌”

在此次货币政策执行报告中，一个备受关注的点在于央行对于货币政策描述的变化。与第三季度报告相比，此次报告中央行将“稳健中性货币政策”修改为“稳健货币政策”，并删去了“把好货币供给总闸门”等语句。这样的修改并不让人意外，毕竟随着央行加大对市场流动性的投放以及结构性的扶持政策，市场对于未来的货币宽松早已形成一致预期。若年内经济持续承压，央行再度降准是大概率事件。

图 2：中国金融条件指数日度走势（2015 年 1 月 5 日 - 2019 年 2 月 21 日）



资料来源：第一财经研究院

但这是否意味着会重走“大水漫灌”的老路？答案是否定的。从这一轮宽松周期来看，央行的货币政策执行呈现出以机构激励为基础、以市场化手段为主的特征，避免了以往“一刀切”式的执行方法，未来央行是否会有更多创新货币政策工具值得期待。

