



## 下半年货币政策坚持稳字当头 灵活精准操作支持实体经济

作者：邢博 黎轲 朱嘉林

电话：010-58352880

邮箱：xingbo@xinhua.org

编辑：刘琼

审核：范珊珊

官方网站：[www.cnfin.com](http://www.cnfin.com)

客服热线：400-6123115



今年以来，我国坚持货币政策正常化，政策总基调落在“稳”字上，始终保持货币政策连续性、稳定性、可持续性。公开市场操作以高频、小额为特征，从量、价两方面进行精准调节，保证了流动性的合理充裕，维持了市场资金面的稳定；为保持宏观杠杆率基本稳定，我国在广义流动性上体现出信用收紧的态势；从完善央行政策利率体系、优化存款利率监管以及推进贷款市场报价利率（LPR）应用等多方面，持续健全市场化利率形成和传导机制，不断释放利率市场化改革红利，进一步实现了融资成本的有效降低；加强预期管理，实现汇率合理、均衡、稳定。

下一阶段，我们认为，我国货币政策依然坚持稳健总基调不变，稳健的货币政策将继续维持灵活精准、合理适度的特征。但与上半年稳中偏紧的状态相比，下一阶段货币政策可能转为大体稳中偏松的态势。

## 目录

一、货币政策坚持稳健，公开市场操作持续释放稳定信号 .....	3
二、保持宏观杠杆率基本稳定，政策呈现紧信用态势 .....	5
三、持续释放利率市场化改革红利，健全利率形成及传导机制 .....	7
四、加强预期管理，实现汇率合理、均衡、稳定 .....	7
五、下一阶段政策展望 .....	8

## 图表目录

图表 1：公开市场操作货币投放与回笼情况 .....	4
图表 2：DR007 与 7 天期逆回购利率变动 .....	5
图表 3：近一年货币供应量变动 .....	6
图表 4：近一年社会融资规模增量变动 .....	6

## 下半年货币政策坚持稳字当头 灵活精准操作支持实体经济

今年以来，我国坚持货币政策正常化，政策总基调落在一个“稳”字上，始终保持货币政策连续性、稳定性、可持续性。公开市场操作以高频、小额为特征，从量、价两方面进行精准调节，保证了流动性的合理充裕，维持了市场资金面的稳定；为保持宏观杠杆率基本稳定，我国在广义流动性上体现出信用收紧的态势；从完善央行政策利率体系、优化存款利率监管以及推进贷款市场报价利率（LPR）应用等多方面，持续健全市场化利率形成和传导机制，不断释放利率市场化改革红利，进一步实现了融资成本的有效降低；加强预期管理，实现汇率合理、均衡、稳定。

下一阶段，我们认为，我国货币政策依然坚持稳健总基调不变，稳健的货币政策将继续维持灵活精准、合理适度的特征。但与上半年稳中偏紧的状态相比，下一阶段货币政策可能转为稳中偏松的态势。

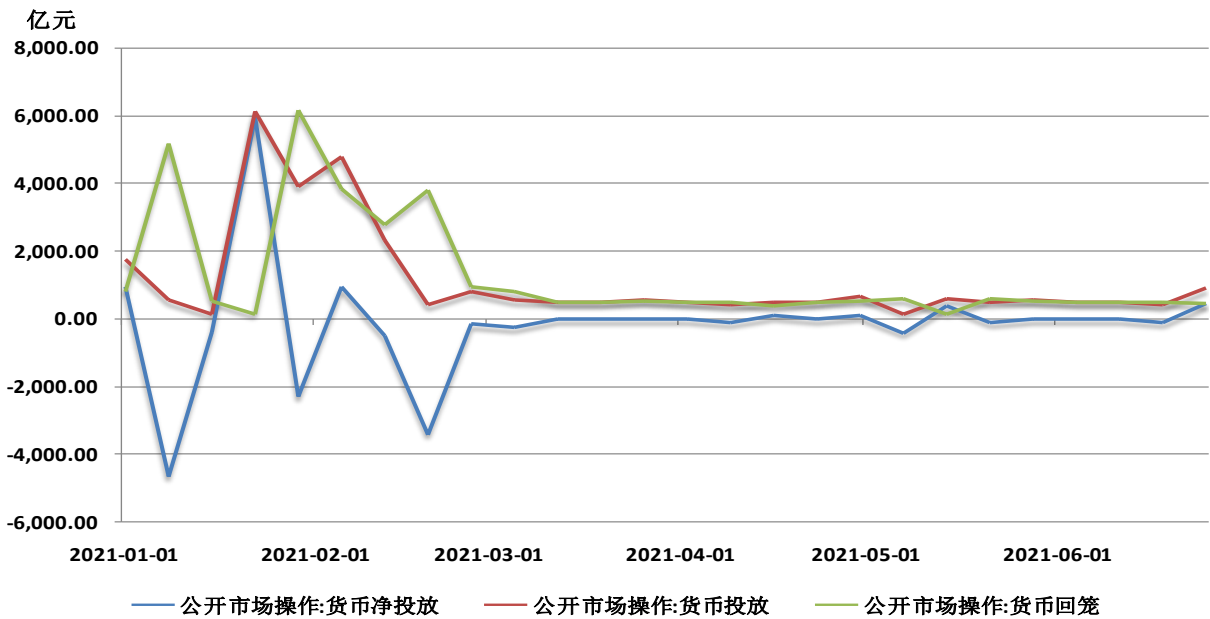
### 一、货币政策坚持稳健，公开市场操作持续释放稳定信号

今年以来，货币政策总基调落在一个“稳”字上，始终坚持货币政策的连续、稳定和可持续，坚持货币政策正常化。公开市场操作以高频、小额为特征，从量、价两方面进行精准调节，保证了流动性的合理充裕，维持了市场资金面的稳定。

从量上来看，今年以来，公开市场操作以7天期逆回购和MLF为主要操作工具，以维持稳定为目标，逐渐形成了每月月中固定时间开展MLF操作、每日连续开展公开市场操作的惯例，精准保持市场资金供求平衡，市场波动性显著降低，流动性合理充裕。今年初，疫情防控需求以及春节、季末等季节性因素导致流动性的不确定性增加，人民银行加强分析研究，对春节现金投放、财政收支以及市场资金需求等因素进行滚动预测，实现了春节前后市场利率平稳运行的操作目标。而春节过后，人民银行连续适量开展公开市场7天期逆回购操作，从3月1日至6月23日，人民银行连续80次7天期逆回购操作，且单次操作量稳定在100亿元。MLF也基本实现了每月15日前后等量续作。截至6月25日当周，公开市场货币投放900亿元，货币回笼450亿元，货币净投放450亿元，货币投放波动显著收窄。

值得注意的是，从6月24日开始，人民银行打破了今年3月份以来每日100亿元逆回购的惯例，连续5个交易日开展了300亿元逆回购。其主要目的在于维护半年末跨季流动性稳定。受企业缴税、银行流动性考核、财政收支波动等季节性因素影响，半年末跨季时银行体系流动性易受到较大影响。因此，人民银行根据年中流动性供求变化，灵活开展公开市场操作，适时调整流动性投放规模，这也是人民银行的惯常操作。而今年，人民银行逆回购操作较之往年同期并未放量，仍凸显了货币政策“稳字当头”的特征。

图表 1：公开市场操作货币投放与回笼情况

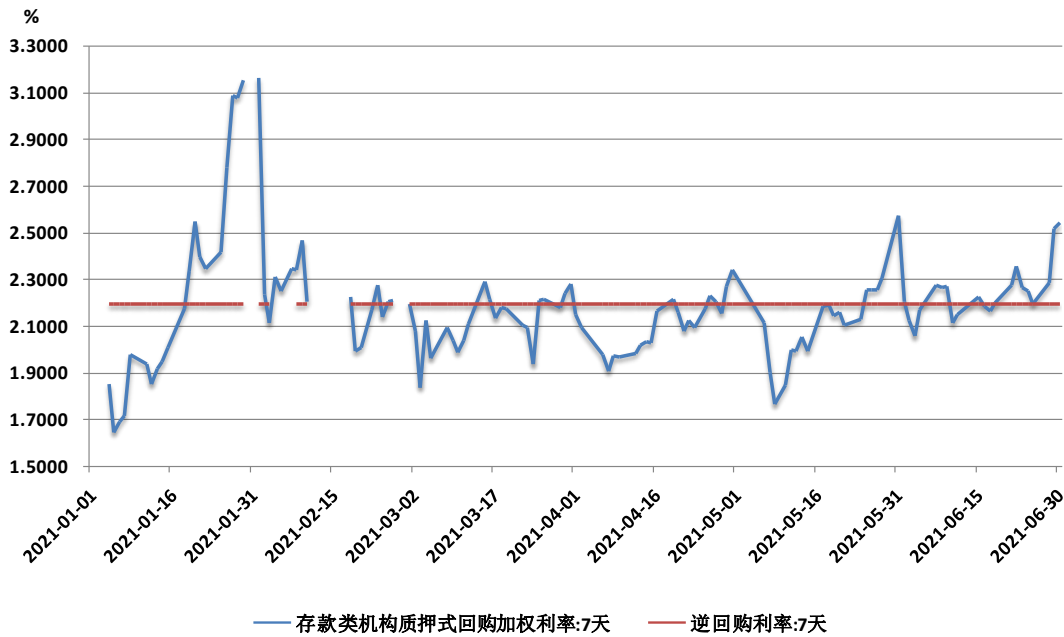


来源：wind、新华财经

从价上来看，今年以来，人民银行通过连续、稳定的公开市场操作，持续释放政策利率信号，引导货币市场利率围绕公开市场操作利率在合理区间波动。从年初至今，人民银行滚动开展7天逆回购操作，利率始终维持2.20%不变；每月15日左右开展MLF操作，利率维持2.95%不变，充分释放了维持稳定的政策信号。

在政策利率不断释放稳定信号以及流动性维持合理充裕的情况下，今年上半年，市场利率水平保持在合理区间。1月1日至6月30日，DR007均值为2.18%，围绕7天期逆回购利率上下波动。MLF和LPR报价均保持不变。当前，我国已形成了以中期借贷便利利率为中期政策利率、以公开市场操作利率为短期政策利率的央行政策利率体系，央行公开市场操作利率的中枢作用不断增强。

图表 2：DR007 与 7 天期逆回购利率变动



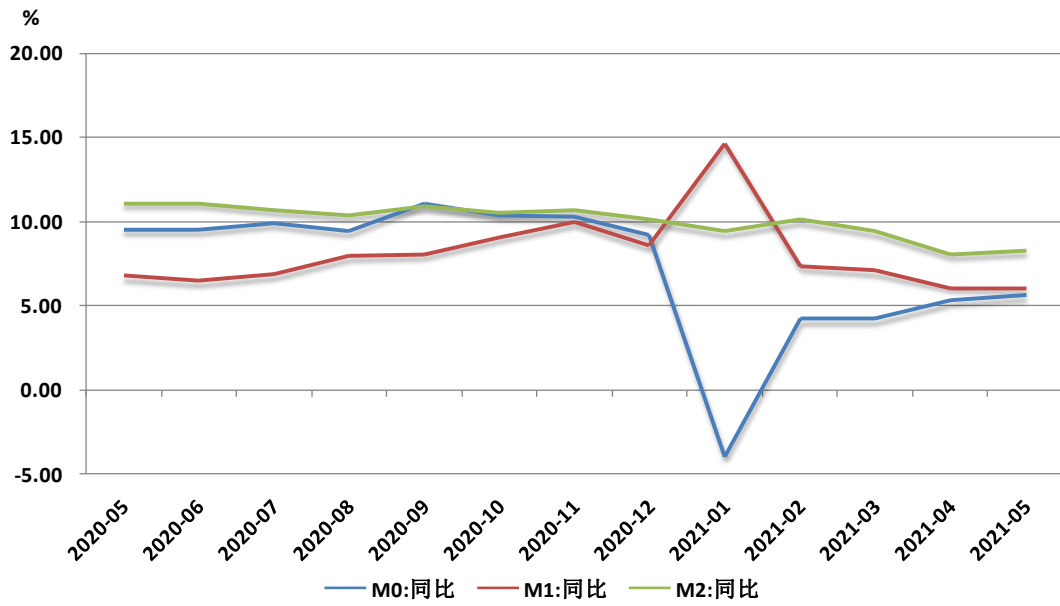
来源：wind、新华财经

## 二、保持宏观杠杆率基本稳定，政策呈现紧信用态势

为应对疫情冲击，2020年我国宏观杠杆率出现阶段性上升。国家金融与发展实验室（NIFD）发布《2020年度中国杠杆率报告》显示，2020年末我国宏观杠杆率从2019年末的246.5%攀升至270.1%，增幅为23.6个百分点。对此，人民银行强调要搞好跨周期设计，管好货币总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。因此，今年以来，我国广义流动性上体现出信用收紧态势，货币供应量和社会融资规模较去年同期均出现下探趋势。

年初以来，M2同比增速总体呈现下行趋势。截至5月，M2同比增速由2020年12月的10.10%下降至8.30%，降幅为1.80个百分点。

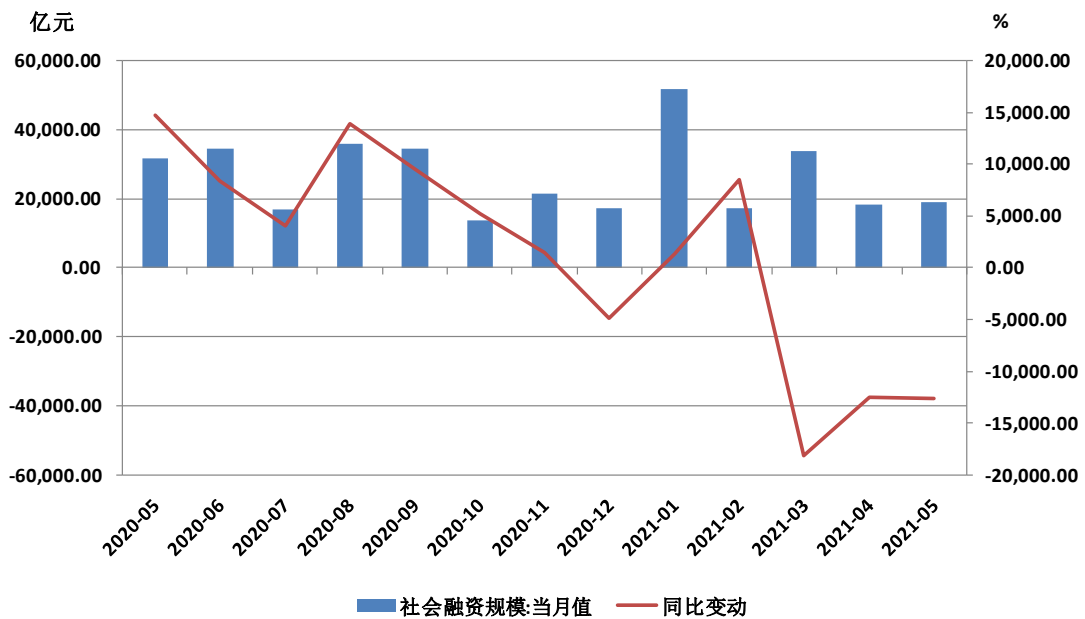
图表 3：近一年货币供应量变动



来源：wind、新华财经

社会融资规模增量也呈现出同比减少态势。今年3月至5月，新增社会融资规模均较去年同期分别少增1.81万亿元、1.25万亿元和1.27万亿元。

图表 4：近一年社会融资规模增量变动



来源：wind、新华财经

### 三、持续释放利率市场化改革红利，健全利率形成及传导机制

今年以来，人民银行从完善央行政策利率体系、优化存款利率监管以及推进贷款市场报价利率（LPR）应用等多方面，持续健全市场化利率形成和传导机制，不断释放利率市场化改革红利，进一步实现了融资成本的有效降低。截至3月，企业贷款加权平均利率为4.63%，较上年同期下降0.19个百分点。同时，人民银行强调信贷市场秩序的有效规范，要求所有贷款产品明示贷款年化利率，从而更好的保护金融消费者合法权益。

近年来，人民银行积极建设现代中央银行制度，不断健全现代货币政策框架，我国货币政策框架正在从数量型向价格型加快转型。今年以来，人民银行进一步明确了政策利率体系，通过提高公开市场操作的连续性持续释放央行短期政策利率信号，引导货币市场短期利率围绕公开市场7天期逆回购操作利率在合理区间波动，MLF利率作为中期政策利率，引导市场中长期利率。同时，人民银行通过货币政策执行报告等多种渠道向市场反复强调观察公开市场操作的重点在价不在量。当前，央行政策利率的信号作用不断增强。

为进一步通过改革促进贷款利率下降，人民银行积极优化存款利率监管，维护银行负债成本基本稳定。今年以来，人民银行一方面积极规范存款利率定价行为，叫停了金融机构新办周期付息型存款产品，督促其科学合理定价，维护竞争秩序；另一方面要求地方法人银行停办异地存款，将地方法人银行吸收异地存款情况纳入了宏观审慎评估（MPA）。在日前召开的中国人民银行货币政策委员会召开2021年第二季度例会上，人民银行进一步提出要调整存款利率自律上限确定方式。招联金融首席研究员董希淼认为，此次调整体现了存款利率监管的差异化、精细化和市场化，有助于更好地服务实体经济、防范金融风险、深化金融改革。

### 四、加强预期管理，实现汇率合理、均衡、稳定

深化人民币汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，一直是人民银行货币政策的重要调控目标之一。今年上半年，人民币升值压力持续走高，为稳定市场预期，加强金融机构外汇流动性管理，帮助市场参与者合理制定交易策略，人民银行于5月31日发布上调金融机构外汇存款准备金率的决定，自2021年6月15日起，上调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的5%提高到7%。

今年以来，人民银行多次强调要加强人民币汇率预期管理。而此次外汇存款准备金率调整，及时且明确的释放了政策信号，有效引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，更加合理制定交易策略，避免盲目套利和跟风交易行为，促进了境内外汇率市场的平衡，保持了人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

## 五、下一阶段政策展望

### 1. 坚持稳健总基调不变

我们认为，下一阶段，我国货币政策依然坚持稳健总基调不变，稳健的货币政策将继续维持灵活精准、合理适度的特征。保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济与防范风险的关系，保持经济运行在合理区间，推动经济在恢复中达到更高水平均衡，依然是货币政策调控的重要目标。

在日前召开的中国人民银行货币政策委员会召开2021年第二季度例会上，人民银行再次强调要坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，同时提出要维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。从这些表述可以看出，当前货币政策立场仍是以稳为主。中信证券研究所副所长明明表示，在经济形势总体稳固，稳中向好的情况下，政策助力经济高质量发展仍是关键，这要求货币政策在总量上继续保持稳健。

### 2. 稳中偏松操作，支持实体经济

我们认为，与上半年稳中偏紧的状态相比，下一阶段货币政策可能转为大体稳中偏松的态势。今年以来，我国坚持实施正常货币政策，当前货币政策已基本回归到疫情前的常态。而在日前召开的中国人民银行货币政策委员会召开2021年第二季度例会上，人民银行判断当前我国经济运行稳中加固、稳中向好，但国内外环境依然复杂严峻，并提出要防范外部冲击，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，支持经济高质量发展，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。因此，在回归正常化后，货币政策或将稳步加强逆周期调节力度，根据经济形势稳步走向中性略宽松，进一步维持流动性合理充裕市场环境，以应对经济复苏过程中可能出现的下行压力。

此外，下一阶段物价对货币政策的牵制或将减弱。6月我国CPI同比涨幅回落，物价水平保持平稳，同时，国内大宗商品保供稳价政策效果初步显现，工业品价格涨势有所趋缓，PPI环比和同比涨幅均有回落。当前，我国物价走势总体可控，物价对货币政策调控的影响逐渐减弱。

### 3. 全面降准，维持流动性合理充裕

7月7日国务院常务会议提出要在坚持不搞大水漫灌的基础上，适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降。随后，7月9日人民银行宣布从7月15日起下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.9%，释放长期资金约1万亿元。人民银行表示，此次降准是货币政策回归常态后的常规操作，主要目的在于优化金融机构的资金结构，提升金融服务能力，从而更好支持实体经济。



今年以来，我国经济运行稳中加固、稳中向好，但小微企业经营仍存在较大的脆弱性。在今年上游大宗商品价格上涨明显的情况下，中下游企业尤其是小微企业面临的成本压力普遍加大。实体经济发展需要更多金融活水的浇灌。而金融机构在今年下半年或面临较明显的流动性消耗，主要原因在于，7月份将面临较大规模的中期借贷便利到期以及缴税。此外，由于上半年地方债发行节奏明显偏缓，下半年债券发行节奏或将加快。因而，此次降准正是人民银行根据国内经济形势和物价走势，作出的灵活精准的政策调控。此次释放的约1万亿元长期资金，一部分将被金融机构用于归还到期的中期借贷便利（MLF），还有一部分资金将被金融机构用于弥补7月中下旬税期高峰带来的流动性缺口，增加金融机构的长期资金占比，银行体系流动性总量仍将保持基本稳定。在此基础上，金融机构可以根据实体经济的需要灵活进行资金配置，从而能更好匹配实体经济融资需求，实现综合融资成本稳中有降，更好发挥金融支持实体经济尤其是小微企业的重要作用。

值得注意的是，针对此次降准人民银行明确表态，本次全面降准是货币政策回归常态后的常规流动性操作，稳健货币政策取向没有发生改变。光大证券固收首席分析师张旭表示，“降准”与“稳”两者并不矛盾，货币政策仍是“稳”字当头，不应简单地将降准理解为总量上的放松，而是为了对冲大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响，因此其具有明显的结构性属性。

## 重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。