中美货币政策

对比及未来走势

内容提要

中美货币政策目标及宏观经济形势

- ✓ 中国宏观调控的主要目的是：促进经济增长、增加就业、稳定物价和保持国际收支平衡；美国货币政策的主要目标是：促进就业增长、稳定物价和维持适度的长期利率。
- ✓ 总体来看，我国经济逐年增长，今年三季度来经济回升较快；就业形势基本稳定；2016 年前 3 季度居民消费价格涨幅相对平稳；物价水平相对稳定；国际收支平衡，符合货币政策的目标。
- ✓ 美国重要经济指标在好转，部分符合 FOMC 的政策目标。

中美货币政策工具的对比

- ✓ **美国正逐步向危机前的利率调控回归**，主要使用的是公开市场操作这一货币工具，其与联邦基金利率（银行间市场的拆借利率）直接相关。
- ✓ 中国目前使用的货币政策工具包括有**逆回购、利率走廊和货币政策导向性这一具有“中国特色工具”。**

中美货币政策可能是相互牵连的

- ✓ 过去中美名义 GDP 增速出现四段背离阶段，然而从没出现过利率政策之间的背离；
- ✓ 外汇流出和人民币贬值压力使利率工具的使用有限；12 月美国加息预期下，中国央行运用利率工具，降息注入流动性的可能性较小。

中美两国未来货币政策走势

- ✓ **中国货币政策侧重防范风险、去杠杆，但不会采取全局性措施**
- ✓ 中国货币政策的实施：
  （1）更多侧重利率指标，应注重利率走廊的建设；
  （2）丰富公开市场操作的品种；
- ✓ **美国货币政策总基调：低利率环境面临变数，“再通胀”预期升温**
- ✓ 美国货币政策实施：
  （1） 以修订的泰勒规则作为利率目标决策的基础；
  （2） 通过基于经济数据的前瞻指引来引导市场预期；
  （3） 货币框架的改革不会有太多的讨论；
  （4） 联邦基金利率仍是主要的政策工具。

赵 晴 16210680283
刘子溢 16210680240
张 璐 16210680279
顾嘉芸 16210680212

目录

中美货币政策的目标及宏观经济形势 4
中美货币政策的目标 4
宏观经济形势 4
中美货币政策工具对比 9
美国货币政策工具 9
中国货币政策工具 10
中美货币政策可能是相互牵连的 13
过去四段中美名义增速背离阶段未出现利率政策背离 13
外汇流出和人民币贬值压力使得利率工具使用有限 14
中美两国未来货币政策走势 15
美国未来货币政策走势 15
中国未来货币政策走势 17

图表

图表 1: 中国 2005-2016 年 Q3 国内生产总值及 GDP 增长率 4
图表 2: 2005-2015 城镇登记失业人数及失业率（万人） 5
图表 3: 2016 年前三季度城镇登记事业人数及失业率（万人） 5
图表 4: 2005-2015 居民消费价格指数及其同比增长率 5
图表 5: 2016 年（截止 11 月）居民消费价格指数及增长率 5
图表 6: 2005-2015 年工业生产者出厂价格指数及增长率 6
图表 7: 2016 年工业生产者出厂价格指数及增长率 6
图表 8: 中国 2005-2015 年经常账户和资本金融账户情况（亿美元） 6
图表 9: 美国 2009-2016 年 6 月私营及非农就业增量 7
图表 10: 美国 2005-2016 年 6 月失业率（季调） 7
图表 11: 美国 2009-2016 年 6 月个人消费平减指数 PCE 及扣除食物和能源的 PCE 7
图表 12: 美国 2000 年到 2016 年 6 月 5 年、10 年、30 年期国债收益率 8
图表 13: 美国 2000-2016 年 6 月抵押支持证券（MBS）的利差及收益率 8
图表 14: 未来 Domestic on RRP(Billion $) 9
图表 15: Reserve repurchase agreements held by the Federal Reserve: All Maturities(Billion $) 10
图表 16: 中国人民银行月度逆回购金额（亿元） 10
图表 17: 货币净投放量（亿元/季） 11
图表 18: 货币净投放量（亿元/年） 11
图表 19: 2014-2016 年利率走势图 11
图表 20: 1992 年以来中美经济基本面走势（%） 13
图表 21: 1992 年以来中美经济基本面走势（%） 13
图表 22: 1992 年以来中美基准利差走势 14
图表 23: 中国外汇储备余额及变动（亿美元） 14
图表 24: 美国外汇储备余额及变动（百万美元） 14
图表 25: 短期利率波动较大，有抬升迹象 15
图表 26: 中国人民银行公开市场操作量有上升趋势 16
图表 27: 央行流动性净投放：MLF 净投放比重增加 16
图表 28: 特朗普希望未来美国经济增速能够达到 4% 16
图表 29: 促增长措施旨在创造 2500 万的新增就业目标 18
图表 30: 促增长计划提升再通胀预期 18
图表 31: 美国十年期国债收益率今年 7 月可能已经见历史大底 19

中美货币政策的目标及宏观经济形势

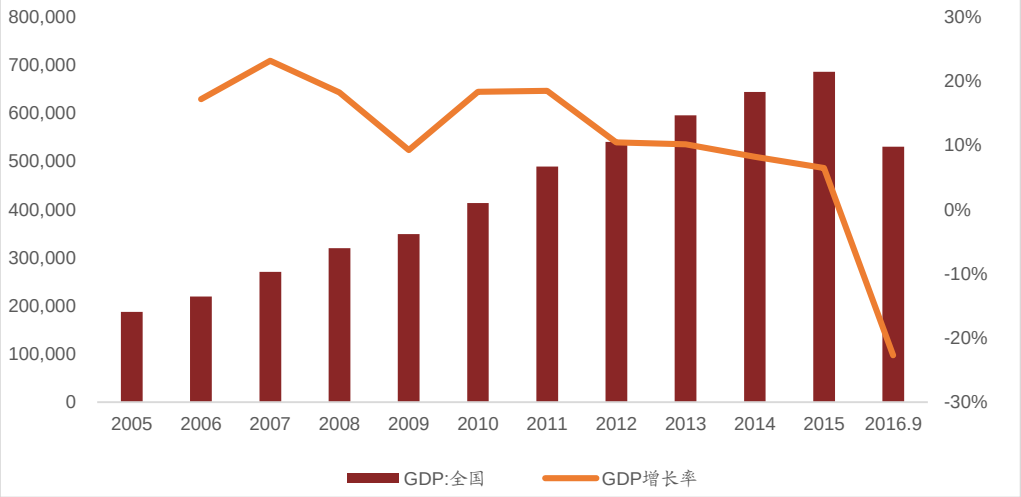
中美货币政策的目标

十六大提出中国宏观调控的主要目标是：促进经济增长、增加就业、稳定物价和保持国际收支平衡，货币政策作为宏观调控的一部分，是围绕这四个目标来设定的。由美联储的货币政策报告可知，美国货币政策的目标主要有三个：促进就业增长、稳定物价和维持适度的长期利率。以下我们分别从中美货币政策的目标来考察中国和美国的经济形势。

宏观经济形势

中国的经济形势

图表1：　中国 2005-2016 年第三季度国内生产总值及 GDP 增长率（亿元）

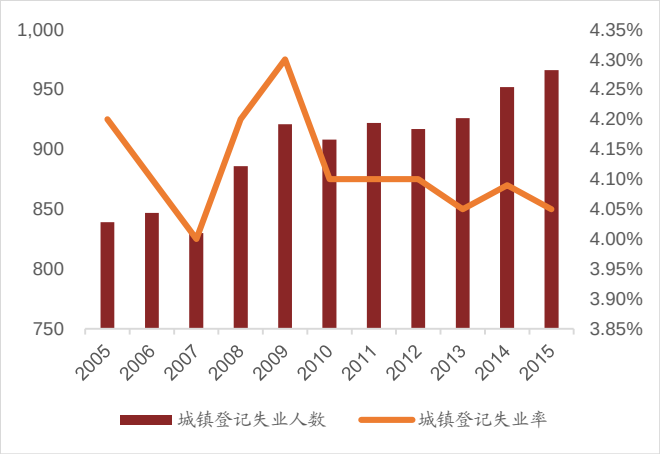


资料来源：wind

从 2005-2015 年，我国 GDP 逐年上升，2008 年受到金融危机影响，GDP 增速大幅下降，近年来我国 GDP 增速略有放缓。2016 年第三季度中国货币政策执行报告中指出，前三季度，我国实现国内生产总值 53 万亿元，同比增长 6.7%，其中，各季度同比增速均为 6.7%。从环比看，第三季度国内生产总值增长 1.8%，增速比上季度低 0.1 个百分点。

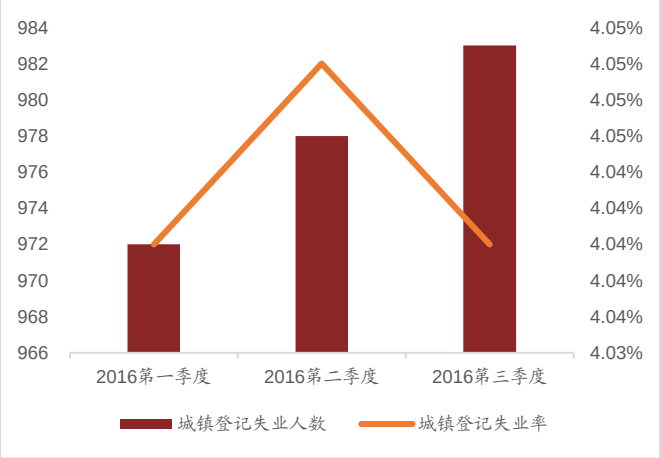
总体而言，我国经济逐年增长，近年来增速有所放缓，今年三季度以来经济回升较快，符合我国货币政策的目标。

图表2： 2005-2015 城镇登记失业人数及失业率（万人）



资料来源：wind

图表3： 2016 年前三季度城镇登记失业人数及失业率（万人）



资料来源：wind

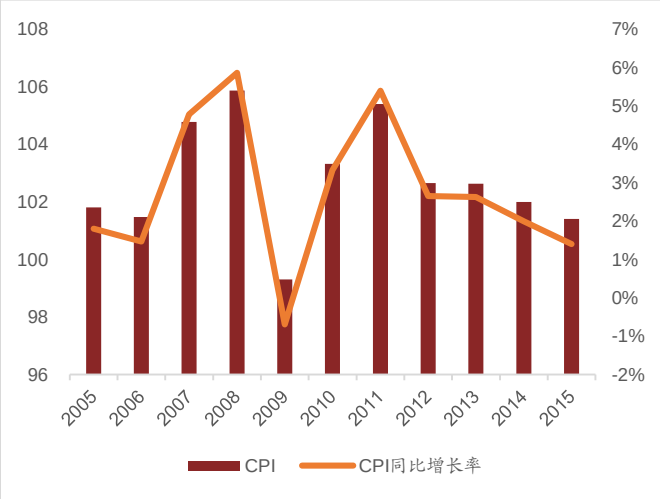
就业

从 2005-2015 年我国城镇登记失业人数总体呈上升趋势，但从城镇登记失业率来看，我国 2005-2007 年失业率大幅下降，在 2007 年达到十年来失业率最低水平（4.00%），2008 年受金融危机影响，失业率大幅上升，2009 年的失业率从十年中的最高水平，城镇登记失业率为 4.30%，2010 年以后，中国城镇登记失业率基本维持在较为稳定的水平，约为 4.10%。近年来，中国的城镇登记失业率略有下降，由图 3 可知，我国 2016 年三季度末，城镇登记失业率为 4.04%。2016 年第三季度中国货币政策执行报告中指出，前三季度城镇新增就业 1067 万人，同比多增 1 万人，提前完成了全年新增城镇就业 1000 万人的预期目标。

总体上，我国城镇登记失业率近年来稳中有降，我国就业形势基本稳定，符合我国货币政策增加就业的目标。

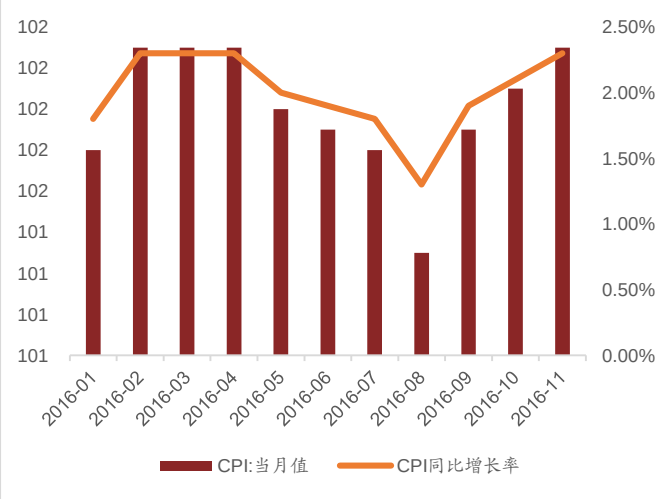
居民消费价格指数

图表4： 2005-2015 居民消费价格指数及其同比增长率



资料来源：wind

图表5： 2016 年（截止 11 月）居民消费价格指数及增长率

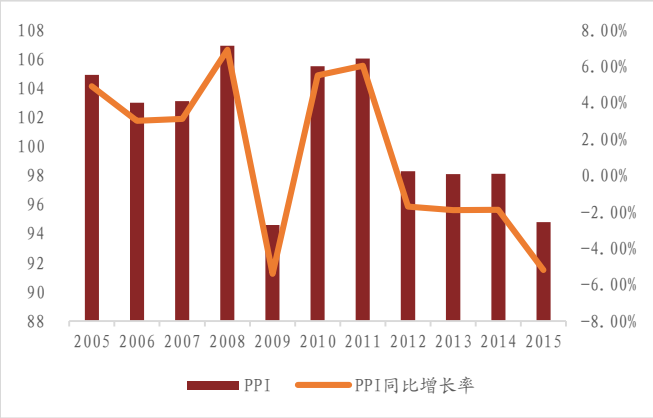


资料来源：wind

从居民消费价格指数 CPI 来看，我国除了 2007、2008 和 2011 年通胀水平较高，2009 年受金融危机影响略有通缩，居民消费价格指数基本保持稳定，2012-2015 年 CPI 略有下降。2016 年前三季度居民消费价格涨幅相对平稳，第三季度的涨幅放缓，而后又上升。

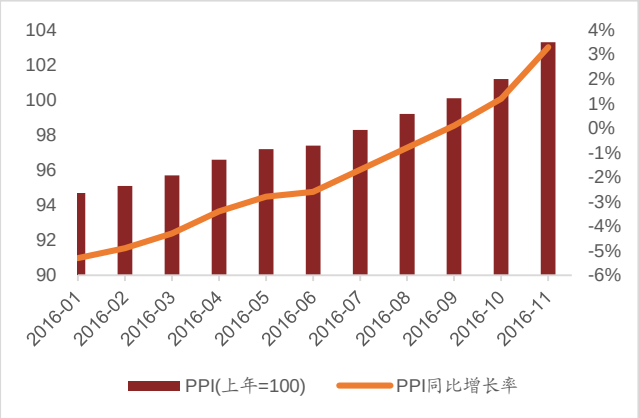
生产者出厂价格指数

图表6： 2005-2015 年工业生产者出厂价格指数及增长率



资料来源：wind

图表7： 2016 年工业生产者出厂价格指数及增长率

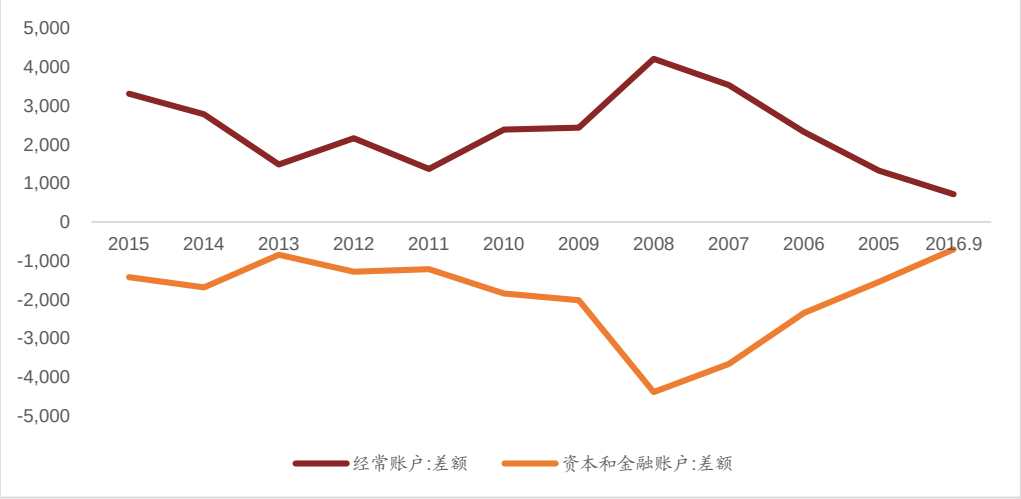


资料来源：wind

从工业生产者出厂价格指数 PPI 来看，除了 2009 年受金融危机影响 PPI 水平较低外，从 2005-2011 年，我国的工业生产者出厂价格指数总体上升，2012-2015 年，我国的 PPI 处于较低水平并略有下降。2016 年我国的 CPI 降幅持续收窄并由降转升，于 9 月起上涨 0.1%。

总体而言，我国的物价水平较为稳定，符合货币政策的目标。

图表8： 中国 2005-2015 年经常账户和资本金融账户情况（亿美元）



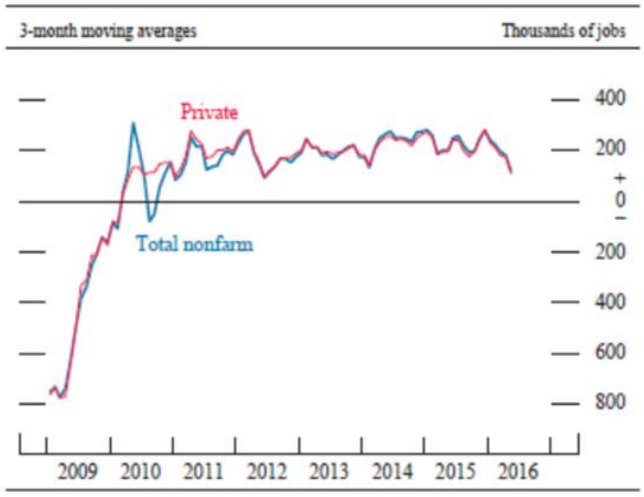
资料来源：wind

从 2005-2015 年，我国的经常账户持续顺差，资本金融账户持续逆差，总体上平衡。2016 年，国际收支继续呈现“一顺一逆”、总体平衡的格局。第三季度，经常项目顺差 712 亿美元，与同期 GDP 之比为 2.5%，处于合理水平。资本和金融项目逆差 856 亿美元。9 月末，外汇储备余额 3.17 万亿美元。

总体而言，我国国际收支总体平衡，符合货币政策的目标。

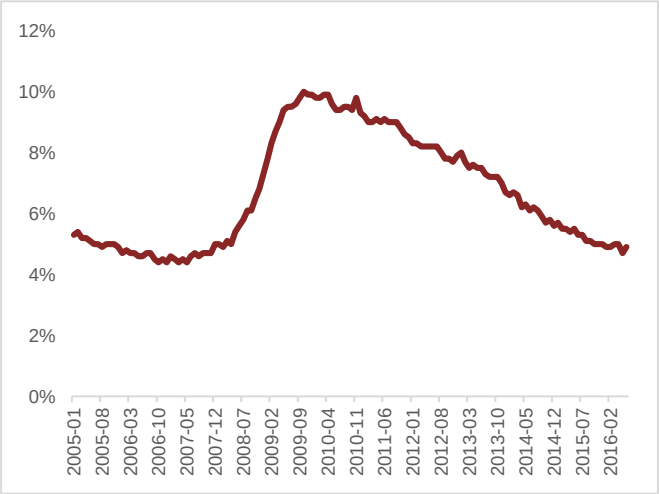
美国的经济形势

图表9： 美国 2009-2016 年 6 月私营及非农就业增量



资料来源：Monetary Policy Report, July21, 2016

图表10： 美国 2005-2016 年 6 月失业率（季调）



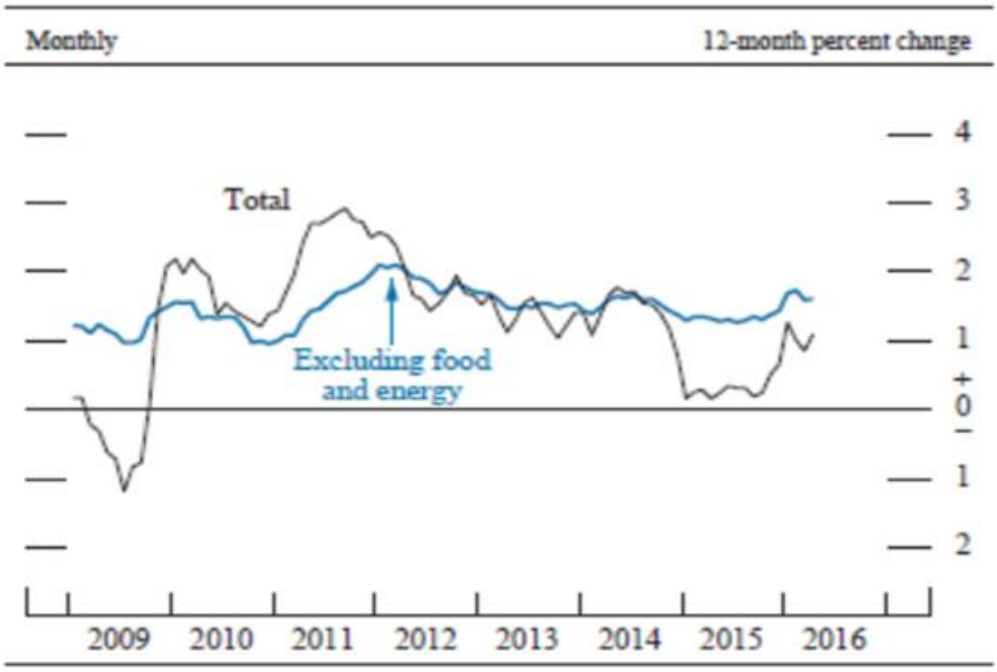
资料来源：wind

就业

从 2010 年起，美国的私营企业及非农企业的就业人数逐年上升，并且每年新增的就业人数较为稳定。从 2009 年 10 月开始，美国的失业率总体上逐月下降，至 2016 年 6 月维持在约 5.0%，符合联邦公开市场委员会（FOMC）的中期失业率目标。

PCE

图表11： 美国 2009-2016 年 6 月个人消费平减指数 PCE 及扣除食物和能源的 PCE



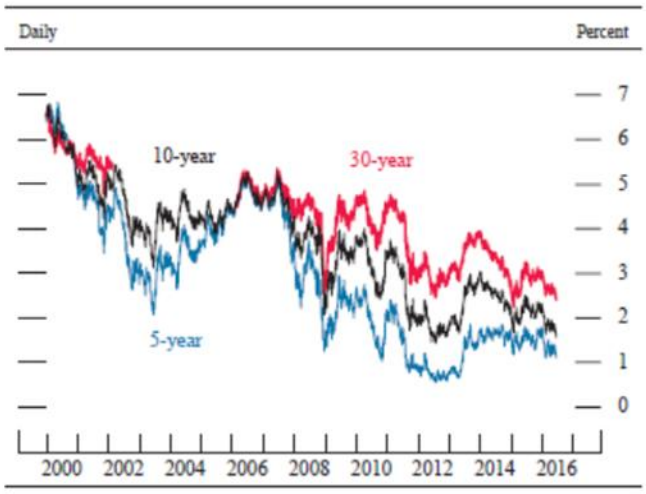
资料来源：Monetary Policy Report, July21, 2016

不像消费者物价指数（CPI）基于一篮子固定商品，个人消费支出平减指数（PCE）用于发现所有国内个人消费品价格的平均增长，能够反映由于价格变动使消费者购买替代产品的价格。扣除食品和能源的核心 PCE 能更全面、稳定地衡量美国通胀，受到美联储的关注，是美联储货币政策的依据。

从 2009 年中至 2011 年，美国个人消费支出平减指数上升，2011 年之后总体而言下降，从 2015 年年末起略有上升；从 2009-2016 年 6 月，扣除食品和能源的核心 PCE 一直稳定在 2%的水平以下，低于联邦公开市场委员会（FOMC）的长期通胀目标（2%）。

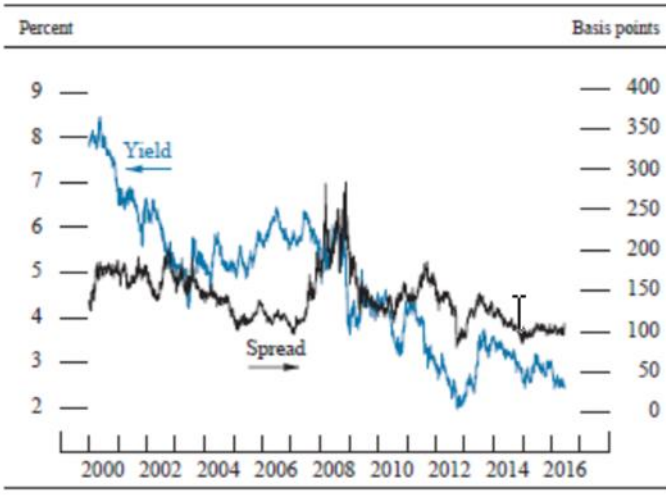
利率

图表12： 美国 2000-1H16，5 年、10 年和 30 年期国债收益率



资料来源：Monetary Policy Report，July21，2016

图表13： 2000-1H16 抵押支持证券（MBS）的利差及收益率



资料来源：Monetary Policy Report，July21，2016

由图 12 可知，从 2000 年至 2016 年 6 月，由于避险需求的增加和风险资产的回撤，美国五年期、十年期和三十年期的国债收益率总体而言下降。由图 13 可知，抵押支持证券（MBS）的收益率在 2000 年至 2016 年 6 月期间总体上下降，与国债收益率的变化相一致。

中美货币政策工具对比

美国货币政策工具

联邦基金利率调节

美联储更多依赖价格调控，在金融危机期间的使用了一些非常规货币政策工具，目前正逐步向危机前的利率调控回归。

美国主要使用的就是公开市场操作这一货币政策工具，其与联邦基金利率（银行间市场的拆借利率）直接相关。

2015 年 12 月，美联储宣布将联邦基金利率目标区间由 0-0.25%提高到 0.25%-0.50%的水平。这一水平维持至今（2016.12.1）。

美联储使用超额存款准备金率（IOER）和隔夜逆回购（ONRRP）利率使联邦基金利率保持在其目标范围内,两者分别为联邦基金利率的上下限。

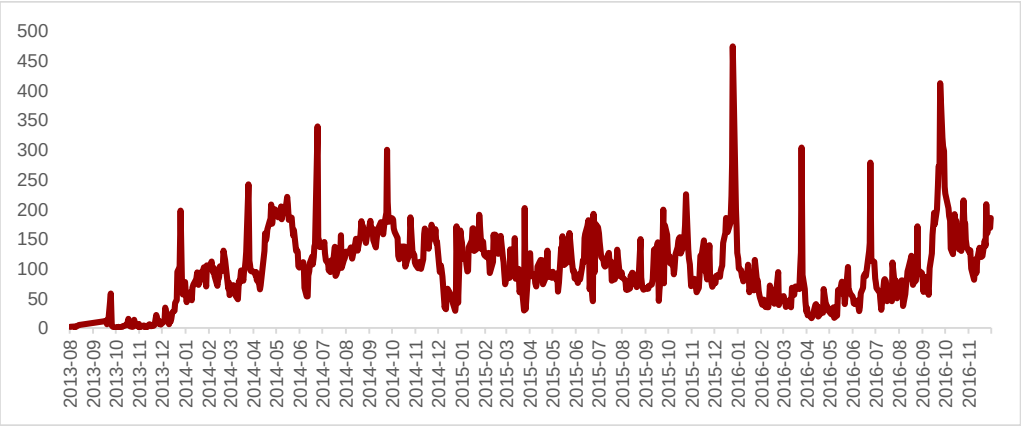
IOER 在 2008 年之前一直为零，本来是下限，但由于一些大型非存款机构没有资格获得存款准备金利息，他们就以低于 IOER 的利率借出现金给商业银行，然后商业银行又可以存给美联储获得 IOER 实现套利，并维持了短期利率的上限。如果市场利率超过 IOER，就没有借款方去吸收资金。导致市场利率低于 IOER。而美联储没有法定权力让这些非存款机构获得存款准备金利率，所以只能采用逆回购协议。IOER 就成了上限。

逆回购协议是美联储主要的货币政策工具，以此来吸收货币市场的流动性。资金持有人（机构）买入美联储的证券，实质是机构接受美联储的“无风险”资产作为抵押，向其提供资金，同时约定某一期限后按约定价格将资产卖回给对方。

回购市场包括了银行、证券交易商、货币基金、对冲基金及其他非存款性金融机构。影响范围可以传达至信贷领域的每一个角落，从存款利率到住房抵押贷款利率以至购车贷款利率。

当美联储想要提高利率的时候，通过逆回购工具可以吸收市场上的流动性，理论上其为抵押资产贷款设置的利率将成为市场基准利率.

图表14：Domestic on RRP(Billion $)

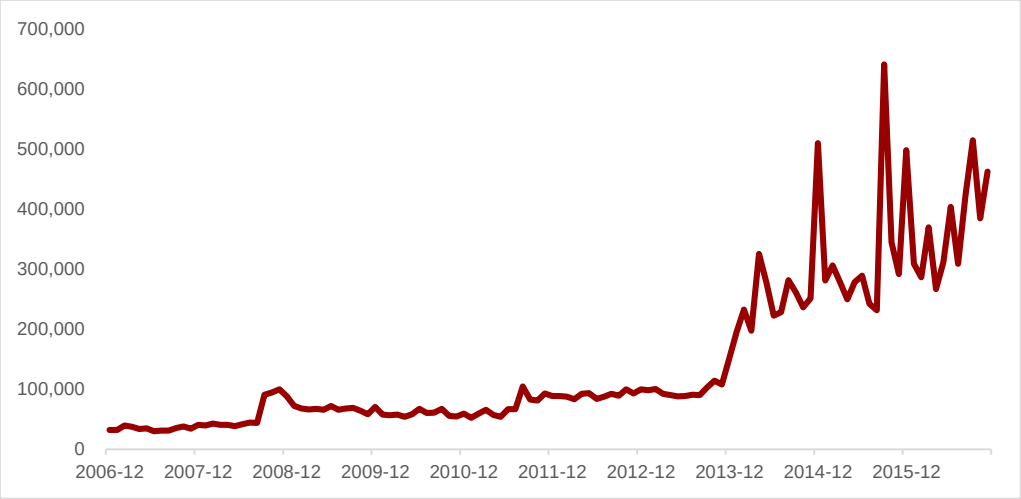


资料来源：wind

由于美化报表和应对压力测试的需要，隔夜逆回购量在季末和年末有明显的上升。2015.12 取消逆回购 3000 亿美元/天的上限，（但仍以公开市场操作账户持有的国债为限），并限制每个交易对手 300 亿美元/天。

自引入 ONRRP 以来，联邦公开市场委员会（FOMC）在各项货币政策报告中一直明确表示，该设施的性质是暂时的，一旦联邦基金利率回复到正常水平就可能不再是使用该设施。但 2016.11 月的纪要显示美联储在这一问题上的观念有所转变。美联储董事认为，ONRRP 的使用时间将比想象的长，因此，可能在设定货币政策方面继续发挥重要作用。比如可能盯住一个隔夜美国国债回购协议利率。

图表15：Reverse repurchase agreements held by the Federal Reserve:All Maturities(Million $)



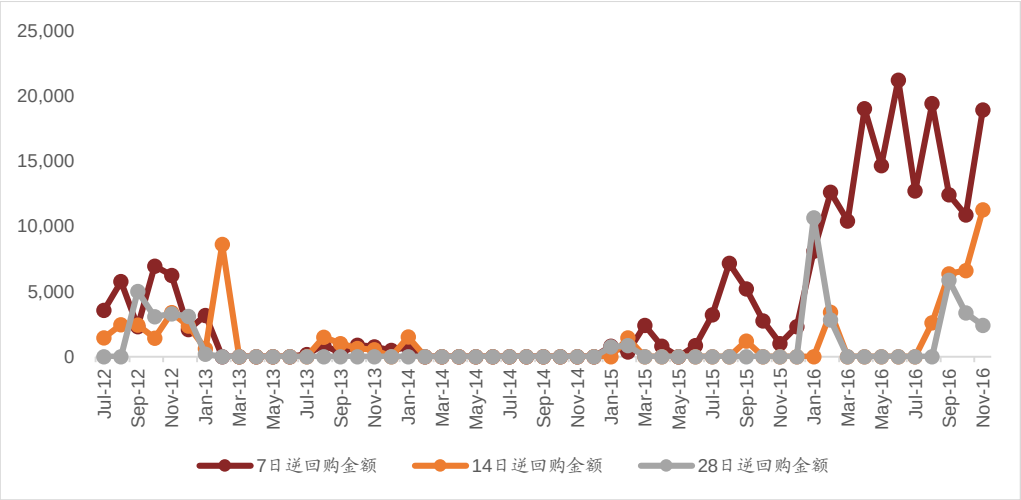
资料来源：wind

中国货币政策工具

逆回购

2015 年主要通过降低法定存款准备金率供给流动性。

图表16：中国人民银行月度逆回购金额（亿元）

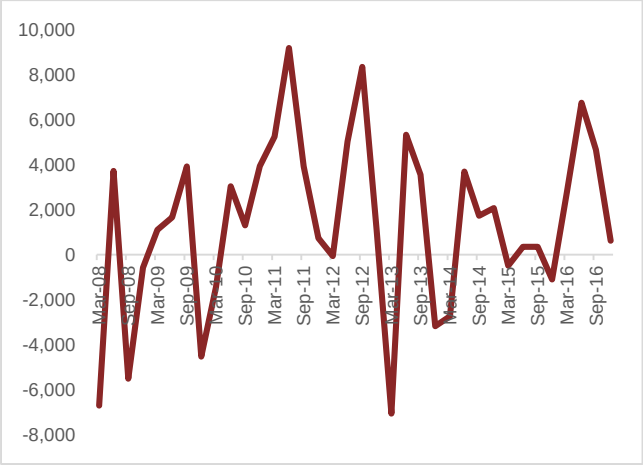


资料来源：wind

中国的逆回购是央行向商业银行等购买有价证券，并约定在未来特定日期将有价证券卖给商业银行等一级交易商的交易行为。本质上是央行向市场注入流动性。目前以 7 天期逆回购为主，灵活搭配 14 天和 28 天期逆回购。

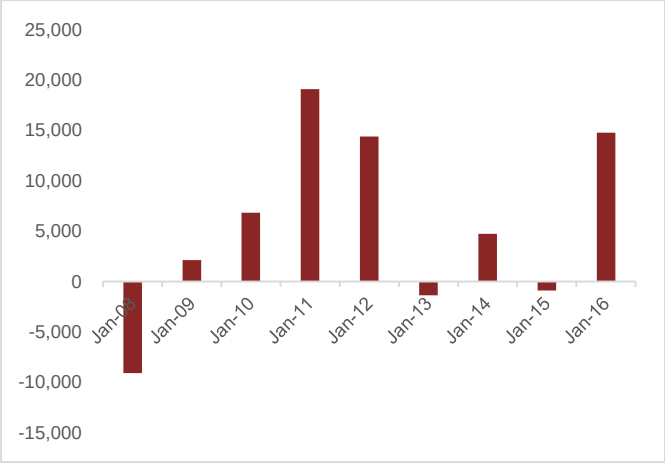
2016 年，央行主要通过公开市场逆回购、中期借贷便利以及抵押补充贷款等政策工具供给流动性。

图表17： 货币净投放量（亿元/季）



资料来源：Wind

图表18： 货币净投放量（亿元/年）



资料来源：Wind

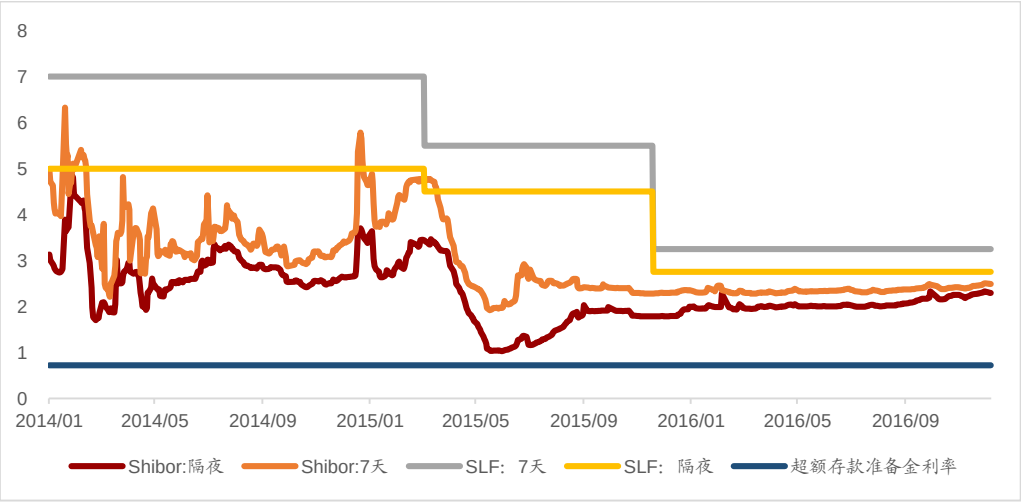
利率走廊：推动从数量型为主向价格型为主逐步转型

利率走廊的上限：央行：发挥常备借贷便利利率作为利率走廊上限的作用。

人民银行决定于 2015 年 11 月 20 日下调分支行常备借贷便利利率，对符合宏观审慎要求的机构隔夜、7 天的常备借贷便利利率分别调整为 2.75%、3.25%。

下限：根据利率走廊的原理，当市场利率低于"利率走廊"的下限时，央行可以按照利率走廊下限利率抽走金融机构的富余流动性。因此，根据央行研究局工作论文《利率走廊、利率稳定性和调控成本》，最适合作为利率走廊下限的政策利率工具是超额存款准备金利率。我国超额存款准备金利率为 0.72%。

图表19： 2014-2016 年利率走势图（%）



资料来源：wind

中国特色：货币政策的导向性

a.人民银行在提供中期借贷便利的同时，引导金融机构加大对小微企业和“三农”等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。

b.支持国民经济重点领域和薄弱环节：开办扶贫再贷款，支持三家政策性银行棚改、重大水利工程的抵押补充贷款。

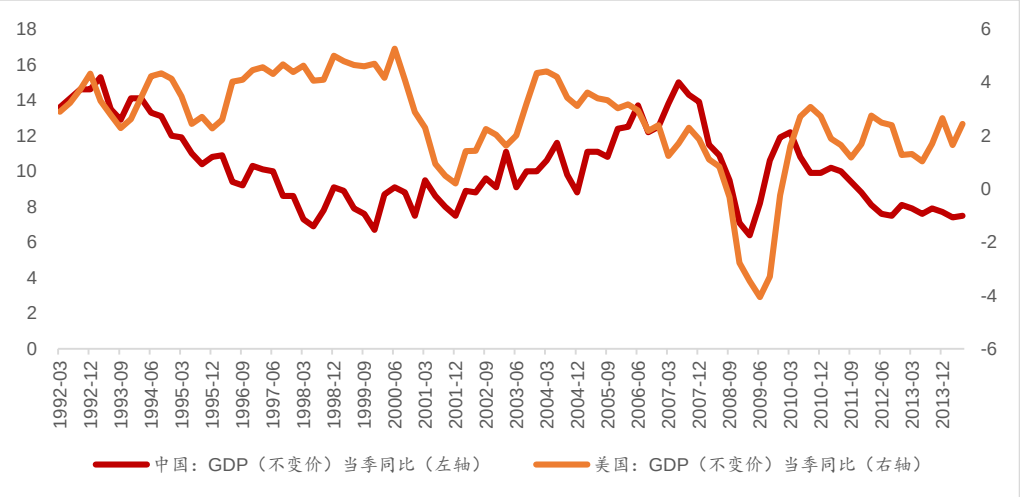
c.发挥窗口指导和信贷政策的结构引导作用:“去产能”，发展涉农和小微贷款，发展绿色金融，“因城施策”调控房地产市场。

中美货币政策可能是相互牵连的

过去四段中美名义增速背离阶段未出现利率政策背离

中美在制定货币政策时，首要考虑的就是国家经济基本面的问题。我们以名义 GDP 增速来考察 1992 年以来中美两国的经济基本面走势。

图表20：1992 年以来中美经济基本面走势（%）



资料来源：wind

中美在经济基本面上的背离 90 年代以来共出现过四次：1995 年 12 月至 1999 年 9 月、2005 年 6 月至 2007 年 9 月、2010 年 9 月至 2011 年 9 月、2013 年 12 月至 2014 年 9 月。可以发现：在过去中美名义 GDP 增速出现的四段背离的阶段，从没有出现过利率政策之间的背离。

图表21：1992 年以来中美经济基本面走势（%）

	中国基准利率走势	美国基准利率走势
1995.12-1999.09	11.00% → 2.25%	5.50% → 5.25%
2005.06-2007.09	2.25% → 3.87%	3.25% → 4.75%
2010.09-2011.09	2.25% → 3.50%	0.25% → 0.25%
2013.12-2014.09	3.00% → 3.00%	0.25% → 0.25%

资料来源：wind

尤为典型的是：1997-1998 年，美国已积累了较大的加息压力，但以中国为代表的新兴市场国家当时因金融危机都处于宽松的状态中，因此美国在基准利率上也按兵不动。中国在 1999 年 6 月推出了当时降息周期的最后一次降息，而几乎同时，美国的新一轮加息才开始启动。

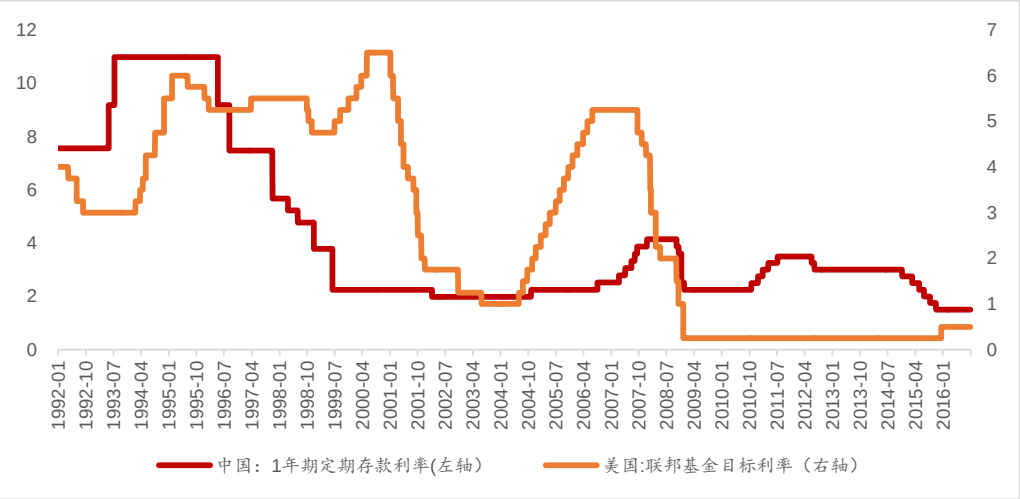
观察这一轮美国经济的强劲复苏，可以发现：美国在 2012 年底左右就已经达到危机前的经济水平，而 2008 年以前的联邦基金利率在 4%左右，目前的基准利率存在被低估的可

能，美国加息的条件很可能早已具备。然而，考虑到欧元区的衰退和以中国为代表的新兴经济体的宽松政策，美国加息迟迟无法落地，直到去年 12 月 16 日，才完成第一次加息。在国际环境不断释放流动性的前提下，美元从 2014 年开始了一轮明显升值。

外汇流出和人民币贬值压力使得利率工具使用有限

从利率政策来看，1992 年以来中美货币政策明显相左的阶段只有 2007 年 9 月到 2008 年 10 月，这段时间里中国采取加息升准的紧缩政策，而美国则采取降息的宽松政策。从数量政策上来看，考虑到 2008 年以来，美国开始量化宽松政策；2010 年 10 月到 2011 年 7 月，国内发生了比较严重的滞涨现象，货币政策连续加准加息来控制通胀预期，因此这段时间也可以认为是中美货币政策相左的阶段。

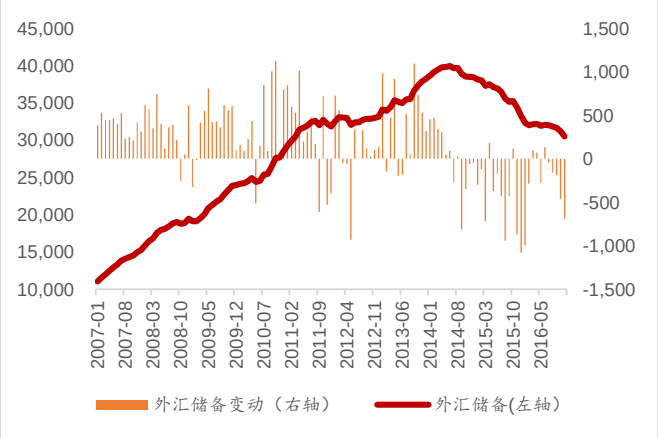
图表22：1992 年以来中美基准利率走势（%）



资料来源：wind

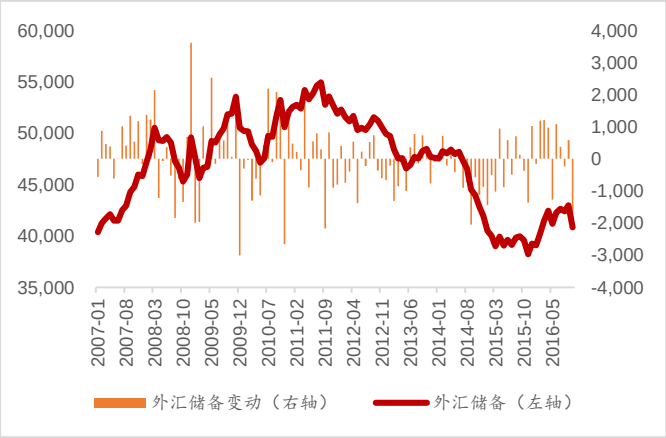
这两次政策背离、“外松内紧”期间，中国的外汇储备持续稳定地增长，而美国的外汇储备则经历了两轮下跌。因此，可以预见，在 12 月美元加息预期持续加强的前提下，中国央行运用利率工具，降息以注入流动性的可能性很小。持续下降的外汇储备和人民币的贬值压力使得货币政策受限。

图表23：中国外汇储备余额及变动（亿美元）



资料来源：wind

图表24：美国外汇储备余额及变动（百万美元）



资料来源：wind

中美两国未来货币政策走势

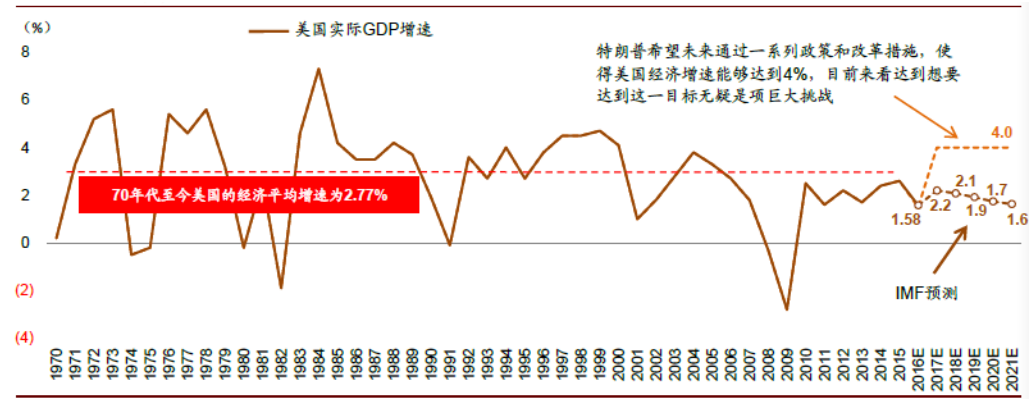
美国未来货币政策走势

由于经济仍处于下行之中，但又要兼顾抑制资产泡沫和防范经济金融风险的需要，估计未来逆回购利率会保持稳定，而更多通过调整各期限的逆回购操作量的方式，来微调逆回购的加权平均利率，进而小幅来引导利率变化。

新增变量——特朗普

经济增长总目标：“促增长”。在未来美国经济增长和就业两大问题上，特朗普在获胜之后的首次演讲中重申要将美国增速翻倍（4%左右），加大基建力度，并在未来 10 年产生 2500 万个新工作岗位。这些方向表明他仍十分看重增长。70 年代至今美国经济增速均值为 2.77%，根据目前 IMF 的预测，2017 至 2021 年美国经济的平均预期增速在 1.9%左右。想要达到 4%的增长目标无疑是个巨大的挑战，需要在货币政策改革上做出强有力的举措。

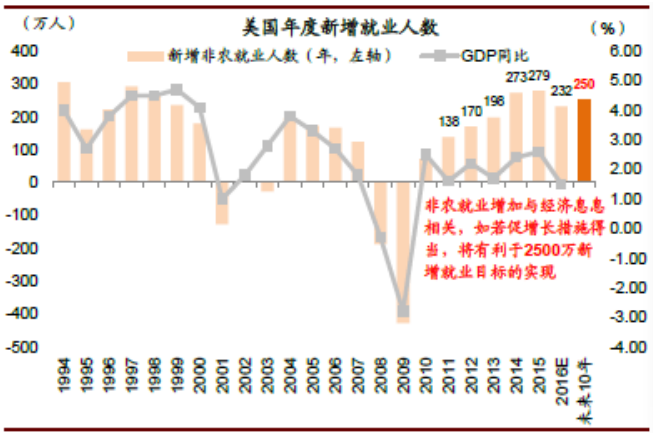
图表25：特朗普希望未来美国经济增速能够达到 4%



资料来源：CEIC

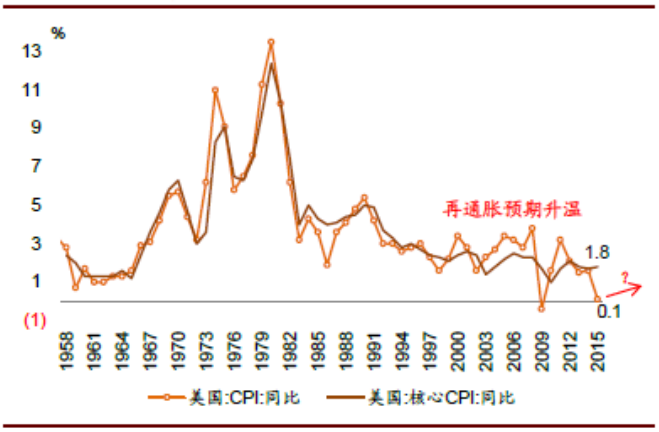
货币政策总基调：低利率环境面临变数，“再通胀”预期升温，财政刺激的可能性提升。虽然共和党整体对低利率环境政策一直比较谨慎，特朗普也曾经指责美联储因为政治原因一直不加息，但也有过在通胀不出现严重上行风险前支持低利率的表态。特朗普当选之后，美国货币政策及美联储主席的前景在未来一段时间仍将会被激烈讨论，考虑到促增长的目标更为重要，预计货币政策即使继续推出也不会出现大幅偏离的情况。在再通胀政策主导预期下，通胀水平预期有望回升，美国十年国债收益率在今年 7 月份也可能已经见到历史大底（1.35%）。

图表26： 促增长措施旨在创造 2500 万的新增就业目标



资料来源：Wind

图表27： 促增长计划提升再通胀预期



资料来源：Wind

在通胀预期下，美国十年期国债收益率今年 7 月可能已见历史大底，低利率环境也面临一定变数。

图表28： 美国十年期国债收益率今年 7 月可能已见历史大底

资料来源：CEIC

具体落实到货币政策的实施

美联储的决策模式很可能是:

1）以修订的泰勒规则作为利率目标决策的基础;

传统泰勒规则以通货膨胀、经济增长为变量；符合美联储的法定长期双重政策目标。并且泰勒规则是被实践证明了的有效的利率规则。美联储后继的规则框架也均是在泰勒规则上作出的一些修订。我们相信，随着加息进程的推进，美联储的利率决策方式将越来越向泰勒规则靠拢。

2）通过基于经济数据的前瞻指引来引导市场预期;

美联储可能不会完全回归传统的泰勒规则，2008 年金融危机以来的美联储创新元素将可能被传承。这包括，更加灵活的通货膨胀目标，而非 2%的恒定目标；采用经济的预期数据来代替历史数据，使得决策更具备动态性与前瞻性；基于经济数据的前瞻指引将成为常规手段。

3）货币框架的改革不会有太多的讨论;

伯南克在 IMF 第三度 Rethinking Macro Policy 会议上讲话时提及了未来美联储货币政策框架的改革方向。第一，采用工具化规则。采用工具化规则，意味着联邦基准利率的制定将是几个变量的简单函数。伯南克认为使用这样的规则是合理的，但在复杂的经济环境下，货币政策的制定无法做到简单化。即使是泰勒（John Taylor），其也指出，“在复杂的情况下，美联储不能只遵循一条简单的政策性规则”。第二，保持基于目标的路径，但改变目标。美联储曾经提出提高通胀目标、将更广泛的价格水平作为目标、或者将名义 GDP 的一个函数作为目标。在基准利率接近零的时候，这些方法具备理论优势。

4）联邦基金利率仍是主要政策工具。

在货币政策正常化（缓慢升息）过程中，利率下限为零并不会制约美联储；金融危机之后的一些创新工具将逐渐被雪藏，比如购债计划、对未来基准利率的预测报告。事实上，目前点阵图对利率预期的引导已经远远落后于市场预期，并不利于美联储公信度的维持。而对于美联储庞大的资产负债表，美联储目前似乎没有成熟的定论；但可以肯定的是，未来几年其规模不会回到危机前的水平。

未来加息路径：节奏或加快，特朗普经济政策是最大变量。

中国未来货币政策走势

由于经济仍处于下行之中，但又要兼顾抑制资产泡沫和防范经济金融风险的需要，估计未来逆回购利率会保持稳定，而更多通过调整各期限的逆回购操作量的方式，来微调逆回购的加权平均利率，进而小幅来引导利率变化。

中国货币政策侧重防范风险、去杠杆，但不会采取全局性的紧缩措施

未来一段时间货币政策的思路主要包括以下几点：

（1）主基调上增加“在保持流动性合理充裕的同事，注意抑制资产泡沫和防范经济金融风险”的提法，未来一段时间政策整体的思路会重视风险防范；

（2）信贷投向将长江经济带幻城京津冀协同发展，更强调信贷对产业结构性调整的的的作用，删除了创新支持三农、小微、大众创业、万众创新等具体方向的表述；

（3）金融市场发展方面，淡化创新，强调金融服务实体；

（4）金融风险监管方面，突出强调对重点领域的风险排查，强调对股票市场异常波动、保险资金运用、资产管理业务的风险监测，加强高风险金融机构的监测，完善金融机构市场化退出机制，规范民间融资，加大非法集资打击力度。

具体落实到货币政策的实施

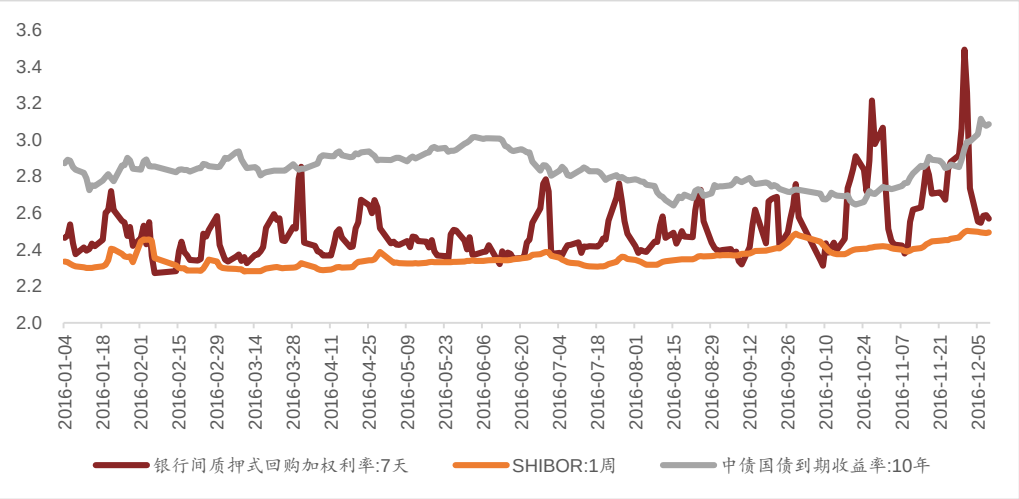
2016 年下半年以来，央行的公开市场操作发生了微妙的变化，在每日常态化的操作机制下丰富了操作品种，以 7 天逆回购为主，分别于 8 月 24 日和 9 月 12 日重启 14d 逆回购和 28d 逆回购。

央行在 2016 年第三季度货币政策执行报告中指出，这种变化“适当拉长资金供应齐心，有利于引导商业银行提高流动性管理水平，防范资产负债期限错配和流动性风险”。

（1）衡量银行流动性松紧程度更应关注利率指标，注重利率走廊的建设。

在各期限回购利率不变的情况下，“锁短放长”会带来逆回购加权平均利率的上行，从而引导市场利率中枢小幅抬升，起到政策小幅收紧的作用。在 10 月底，7 天银行间质押式回购加权利率（R007）一度升至 321%的年内最高水平，7 天 shibor 利率则上升至 2.45%附近。短期利率的上行也带动中长期利率的走高，10 年期国债利率一度升至 3.1%。

图表29：　短期利率波动较大，有抬升迹象

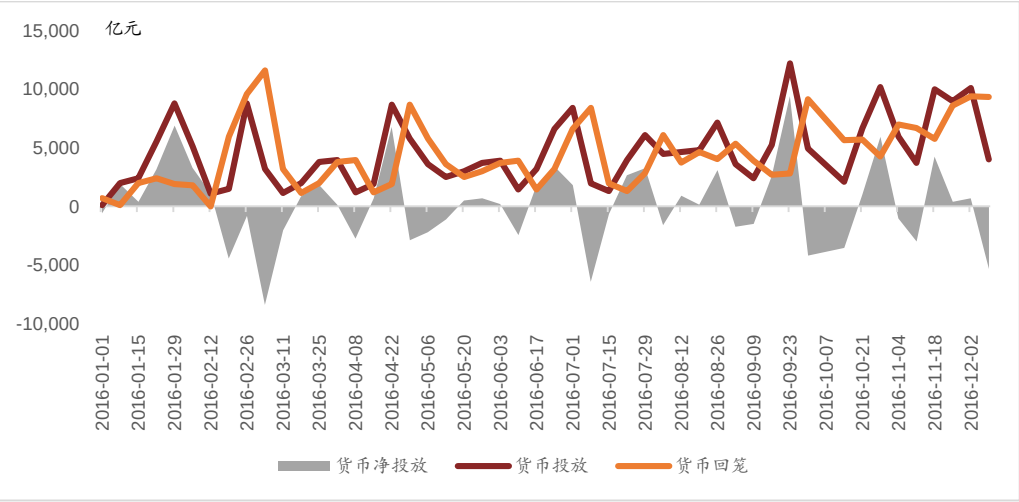


资料来源：Wind

（2）丰富公开市场操作的品种，也是完善利率走廊的关键。

央行强调，“当前货币政策调控正处在从数量型为主向价格型为主逐步转型过程中，更加注重稳定短期利率、探索构建利率走廊，稳定市场预期，疏通传导机制。”由于超额存款准备金利率作为利率走廊的下限不灵活，且过宽，所以在正式的利率走廊内，会继续使用公开市场操作来维持一个更窄的利率走廊。

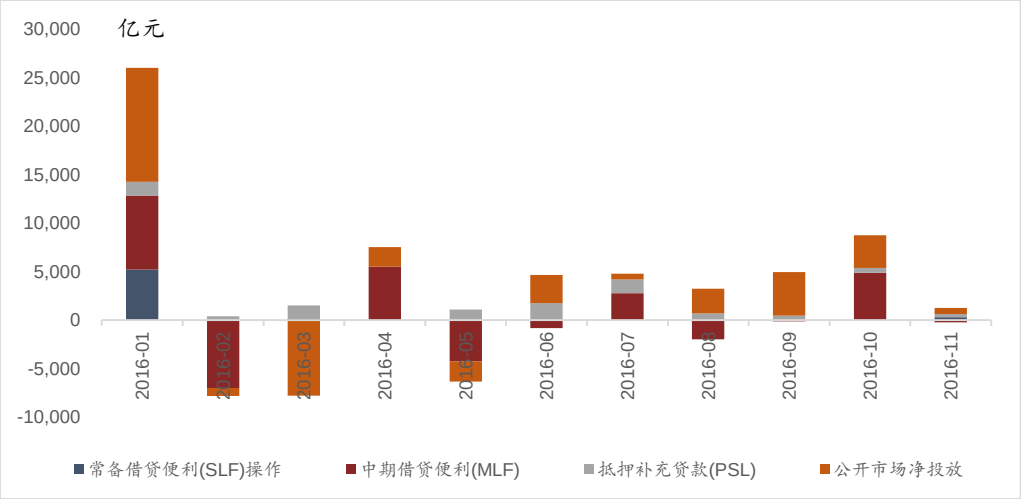
图表30：公开市场操作量有上升趋势



资料来源：Wind

以 MLF 为例：为防范风险降低企业杠杆率 → 央行将表外理财业务纳入 MPA 考核体系的“广义信贷”测算 → 政策面构成市场流动性紧缩预期 → 通过中期工具调节市场流动性的意图明显）。

图表31：央行流动性净投放：MLF 净投放比重增加



资料来源：Wind