

我国货币政策不会“亦步亦趋”

未来，货币政策仍将维持松紧适度，流动性保持合理充裕，定向调控仍将是主要手段

□ 陈果静

专家认为，面对美国时隔10年后首次降息，我国的货币政策不会“亦步亦趋”。综合来看，当前国内利率接近“黄金水平”，我国的着力点会更多放在通过改革促进市场利率下降，而非继续动用传统政策工具调降市场利率。未来，我国货币政策仍将维持松紧适度，流动性保持合理充裕，定向调控仍将是主要手段。

近日，美联储货币政策机构——联邦公开市场委员会宣布降低联邦基金利率0.25个百分点，将利率目标区间下调至2%~2.25%。这是美联储自2008年12月份将利率降至零以来首次降息。

当日，中国人民银行暂停了公开市场操作。在业内专家看来，目前国内市场流动性合理充裕，我国跟随美联储降息的概率较低，货币政策仍将“以我为主”。

定向调控仍是主要手段

在我国，降息一般指的是降低存款基准利率。下半年，我国利率水平虽有继续下降的空间，但并不等同于降息。

“全球央行开启降息周期，我国央行货币政策应保持灵活性和政策的独立性。”中国民生银行首席研究员温彬认为，美联储降息背景下，中国货币政策空间加大，但预计央行不会同步降低存款基准利率，有可能适时调整结构性工具操作利率使得

市场利率继续低位运行，通过利率并轨，引导贷款利率下行。交通银行金融研究中心研究员刘健也认为，美联储降息后，中国货币政策不会“亦步亦趋”，未来定向调控仍是主要手段。

7月30日召开的中央政治局会议提出，货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。温彬认为，这意味着央行应结合我国经济运行、通胀水平、就业状况、国际收支等综合考量货币政策方向。在保持货币政策稳健前提下，需要进一步提高货币政策的前瞻性和灵活性。在数量工具方面，可以继续实施定向降准，确保流动性充裕的前提下，引导金融机构加大对实体经济特别是民营企业和小微企业的支持力度；在价格工具方面，将政策利率调降与深化利率市场化改革有机结合起来，畅通货币政策传导机制，切实降低实体经济融资成本。

温彬预计，定向降准、TMLF（定向中期借贷便利）、再贷款、再贴现等定向调控政策大概率将继续实施，进一步有针对性地加大对民营、小微企业等领域的资金支持。与此同时，温彬认为，当前，在银行间市场流动性面临分层压力的局面下，如果降低存款基准利率，则部分中小银行面临的压力可能加大。

国内利率接近“黄金水平”

多位央行人士表示，当前利率水平合适，上半年以来我国利率水平持续下降。中国人民银

行行长易纲表示，降息主要是为了应对通缩风险，目前物价走势温和，现在的利率水平接近“黄金水平”，即舒适水平。

今年6月份，受到个别小银行风险事件影响，市场利率波动性一度增大。对此，央行货政司司长孙国峰表示，6月全月的DR007七天的回购利率平均值是2.41%，月末值是2.56%，月末值比5月末低了7个基点，比去年同期低了45个基点，平稳度过了半年末时点。

“观察我国的利率水平更应关注整体的市场利率水平和贷款实际利率这两个关键指标。”孙国峰指出，从去年开始，这两个利率水平均持续下降。

先来看整体的市场利率水平。从去年开始，市场利率水平持续下降，代表性的货币市场利率DR007在今年6月末为2.56%，同比下降了45个基点。另一重要指标10年期国债收益率今年6月末的收益率为3.23%，同比下降了25个基点。

再来看贷款的实际利率。今年5月份，企业贷款平均利率为5.34%，同比下降了17个基点。值得注意的是，截至上半年年末，我国货币乘数及高点。央行调查统计司司长阮健弘表示，目前，银行体系流动性合理充裕，6月末金融机构的超储率是2%，比上年同期提高了0.2个百分点；银行间同业拆借利率比较低，6月份平均为1.7%，比上年同期低1.03个百分点；金融机构

货币派生能力较强，货币乘数是6.14，也处在一个比较高的水平。

“中国不见得要去降低存款基准利率。”摩根士丹利中国首席经济学家邢自强认为，虽然海外降息的确给中国央行引导市场利率下行带来更多空间，但不一定要通过降低存款基准利率的方式。未来，央行希望进一步推进利率市场化，实施利率并轨，逐步淡化存款基准利率的作用，引导市场利率下行可能更多通过公开市场操作工具来进行。

交通银行首席经济学家连平认为，未来的着力点会更多地放在通过改革来促进市场利率水平下降这方面，而非继续动用传统政策工具来调降市场利率水平。如果不断使用传统工具进行调整，似乎是在不断强化传统工具，这与改革的初衷是背离的。现在的关键是要进行利率市场化改革，加快利率并轨，这对未来的利率水平会产生持续深刻的影响。

全球金融市场风险增加

在业内专家看来，美联储此次降息或将增加市场的不确定性。

工银国际首席经济学家程实认为，数月之间，屈从于市场压力，美联储急速由“鹰”转“鸽”直至降息，本身就意味着百年联储的政策独立性遭到破坏。事实上，如果抛开市场情绪因素，美国经济基本面虽有转弱、但总体稳健，并不真正需要在7月过早降息以致透支未来政策空间。

此次美联储降息是从2.5%开始下降，降息空间十分有限。与2008年国际金融危机期间不同，上一轮降息是从5.25%下调至0.25%直至接近零水平。程实认为，当前政策利率起点较低，也没有充足的空间进行密集降息。

市场预计，这意味着本轮降息将是一轮“短降息”，一旦美国经济好转，美联储可能选择再度加息，一减一加之间的迅速切换将增加市场的不确定性。

对新兴市场来说，降息将影响全球市场的资本流动。数据显示，2018年，在政治风险上升、欧元区及亚洲经济表现明显疲弱的背景下，全球金融形势趋紧，美元升值，新兴市场的投资组合资本流动从2017年平均每季逾310亿美元降至2018年的不到170亿美元。在今年政策转变后，第一季度流入新兴市场的投资组合资本已反弹至360亿美元。清华大学国家金融研究院院长、IMF原副总裁朱民认为，如果利率继续下降，将会加速资本流入，进一步推升新兴市场股票市场，这无疑是在加大全球金融市场的风险和脆弱性。

美联储宣布降息后，美元快速反弹，人民币对美元相对下行。刘健认为，尽管美元反弹带来人民币小幅贬值压力，但中美双方反复磋商，市场预期逐步修复，中国跨境资金流动总体稳定，外汇供求基本平衡。因此，人民币汇率可能呈现窄幅波动走势，总体将保持稳定。

观点

美联储一次降息就够了吗

□ 罗克关

美联储降息25个基点，市场却不买账，原因是美联储主席鲍威尔答记者问时的一番表态。当被多次问及市场预期本次降息是一轮降息的开始，美联储怎么看时，鲍威尔没有迎合市场，而是用了一个新词——“周期中的调整”，这意味着基准利率未来可能下调也有可能上调。市场由此认定，这是一次“鹰派的降息”，甚至不排除本次降息是个孤例。由此，美股大跌美元大涨。

按照美联储的逻辑，本次“预防性”降息的理由有三：一是对抗全球经济增长下行风险；二是对抗贸易纠纷带来的不确定性；三是要尽快达到2%的通胀目标。针对在现行利率水平不是太高的情况下，降息怎样才能对抗上述风险？鲍威尔的回答是，降息支持了信心，言下之意传统的政策传导渠道依旧有效。但市场的表现显然不支持这个判断，要尽快实现通胀目标需要美元走弱，大幅走强的美元是不行的。

在基本经济指标还不错的前提下，美联储的决策已经陷入两难。《证券时报》评论指出，美联储最近一轮加息的核心逻辑除经济复苏外，另一个重点是要挤出泡沫，同时储备政策空间。按传统的政策框架，经济扩张如果没有带来通胀，继续加息的基础就很薄

弱。假定全球经济能够同步复苏，在需求共振的推动下，美联储确实有可能实现经济周期和政策周期的完美契合。但在当下，一方面欧洲市场的复苏继续不及预期，另一方面贸易摩擦继续侵蚀全球经济的长期增长潜力，美联储想要走出独立周期，实在是一件挑战巨大的事情。

其他影响暂且不论，只要欧洲央行继续维持宽松，美元与欧元的利差水平就会持续拉大，其结果跟本次降息后美元走强一样。资金会持续涌入美元，强势美元会继续压制通胀水平，进而对美联储加息形成制约。如果欧洲市场陷入衰退，那除了在汇率上对美联储政策空间形成压制外，美国的出口和美国经济本身也不可避免会被波及，最终的结果也必然是美联储降息。从目前的实际情况来看，上述种种假设，有很大可能都会在将来变成现实。

换句话说，本次降息就不是什么“预防性”的降息，这是对既有事实的无奈确认。站在新一轮降息周期的起点，或许大多数市场人士都会感到迷惑，很多数据都显示短期内经济依旧在扩张，但是中长期的动力已不复存在。这种感觉，就像在加息周期的起点，市场看不到经济扩张的可能性一样。美联储不愿意公开承认未来会进一步降息，或许只是想要平衡决策空间和自身独立性之间的矛盾。

中国绵柔型白酒经典之作

洋河蓝色经典

——男人的情怀

江苏洋河酒厂股份有限公司 免费服务电话：8008281589