

“防缩表”下的政策演绎

宏观研究 · 专题报告

证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S098051310001

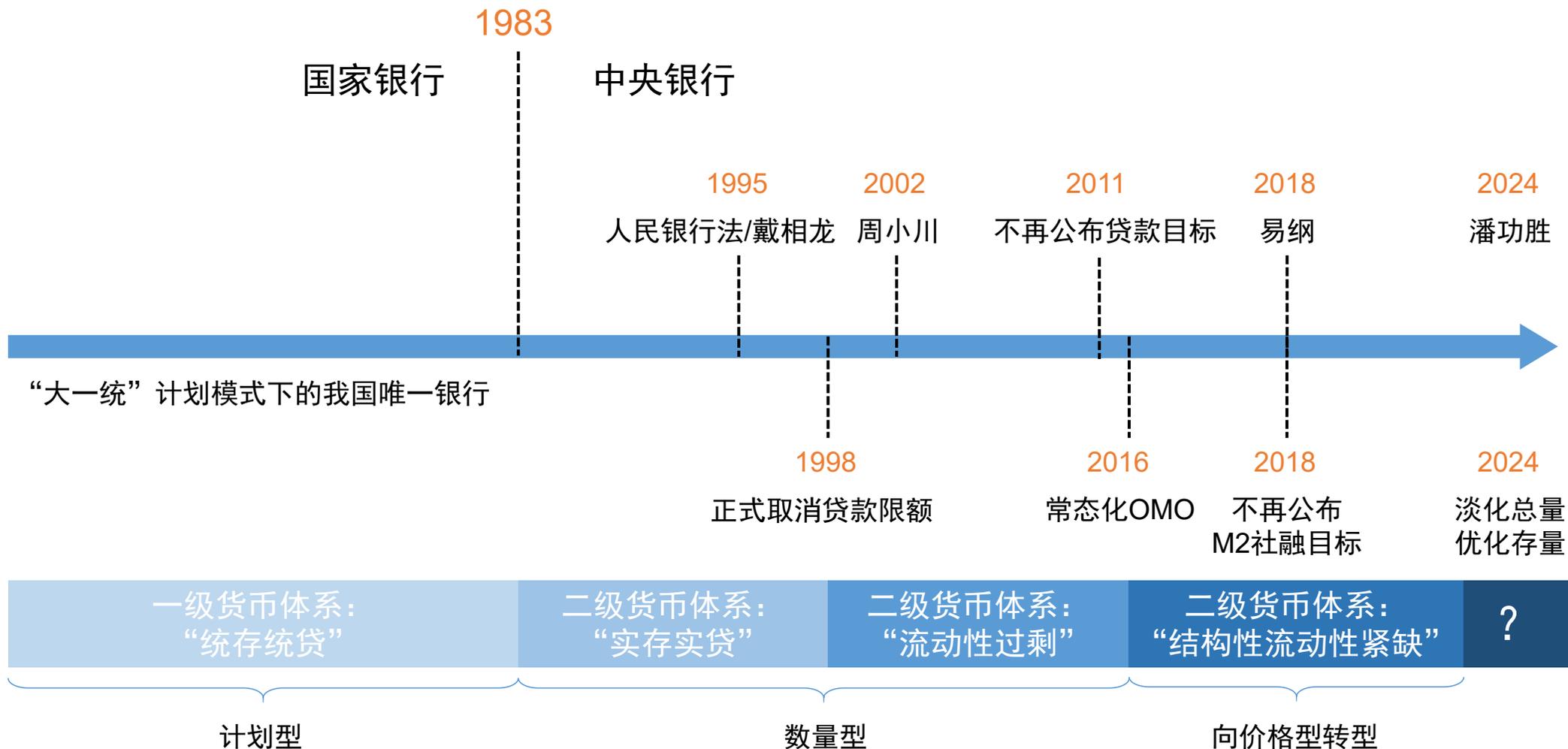
联系人：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn

- 对债市而言，目前：
 - 基本面缺乏弹性、财政实质加码较难、央行态度甚为关键
- 央行近期操作看似“杂乱无章”
 - 本质上是央行长期改革 **夹杂** 短期调控的“双进程”，使市场认知进入“混沌期”
 - 需加以剥离区分

【 01 】 长期：央行框架改革路径

【 02 】 下阶段货币政策如何演绎

- 建国以来，我国货币政策框架大致可以分为：计划型（从属）、数量型、向价格型转型三个阶段
 - 最新一轮货币政策框架调整，事实上早有苗头……



- 研判2024年的货币政策，需要警惕非线性的“范式变化”，避免“刻舟求剑”

- 当前货币政策格局，面临三个绕不开的问题：
 - 货币如何协同财政？
 - 为保障2024年5%的增长目标，以财政主导的“双积极”必不可少
 - 除了提供流动性保障，以及创建更多的“准财政”工具，央行还能做什么？
 - 机构改革和人员调整后的央行，政策思路是否有调整？
 - 刚性净息差意味着什么？
 - 存款利率或阶段性成为“政策利率”
 - “周小川之池”用尽怎么办？
 - 央行迫切需要新的流动性投放渠道
- 看似三个相对独立的问题，但存在递进关系

- 研判2024年的货币政策，需要警惕非线性的“范式变化”，避免“刻舟求剑”

- 当前货币政策格局，面临三个绕不开的问题：
- 货币如何协同财政？
 - 为保障2024年5%的增长目标，以财政主导的“双积极”必不可少
 - 除了提供流动性保障，以及创建更多的“准财政”工具，央行还能做什么？
 - 机构改革和人员调整后的央行，政策思路是否有调整？
- 刚性净息差意味着什么？
 - 存款利率或阶段性成为“政策利率”
- “周小川之池”用尽怎么办？
 - 央行迫切需要新的流动性投放渠道
- 将吞吐国债作为新的长期流动性投放工具
 - 成本低、操作灵活、同质补水
 - （为量化宽松铺垫）
 - 问题：无独立价格信号

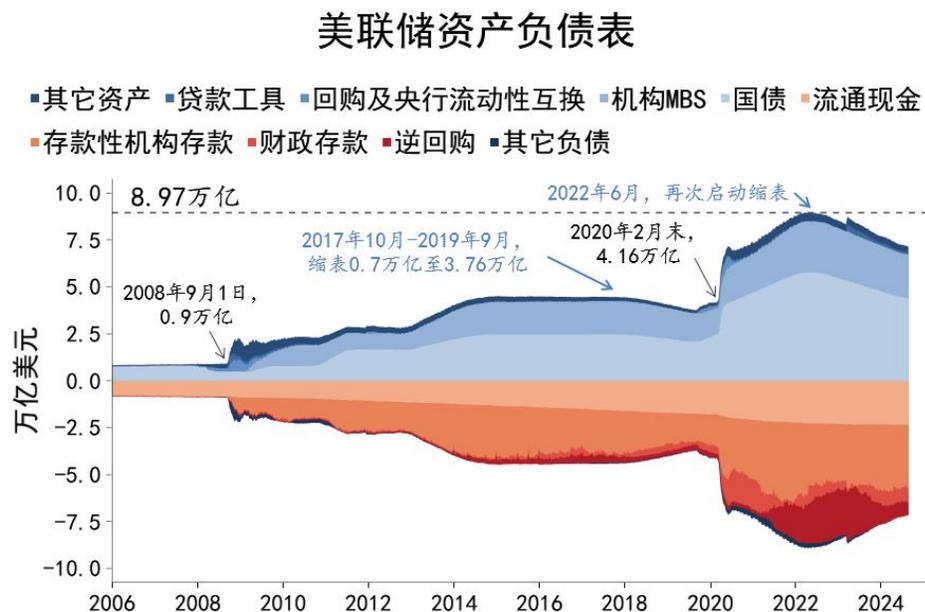
如何理解“中国特色现代货币政策框架”？

- “中国特色现代货币政策框架”是本届班子的核心工作
 - 核心是价格型转型，本质是“数量决定论”的失效
- 未完成的改革：价格型转型
 - 政策目标层面：信贷总量、M2等目标逐渐淡化，已基本实现
 - 政策操作层面：利率的调控是否通过流动性供求实现（“以量引价”）？
 - 换言之，央行是否需要主动干预流动性以维护利率水平
- 什么是价格型？如何实现？

价格型的本质是“流动性超发”

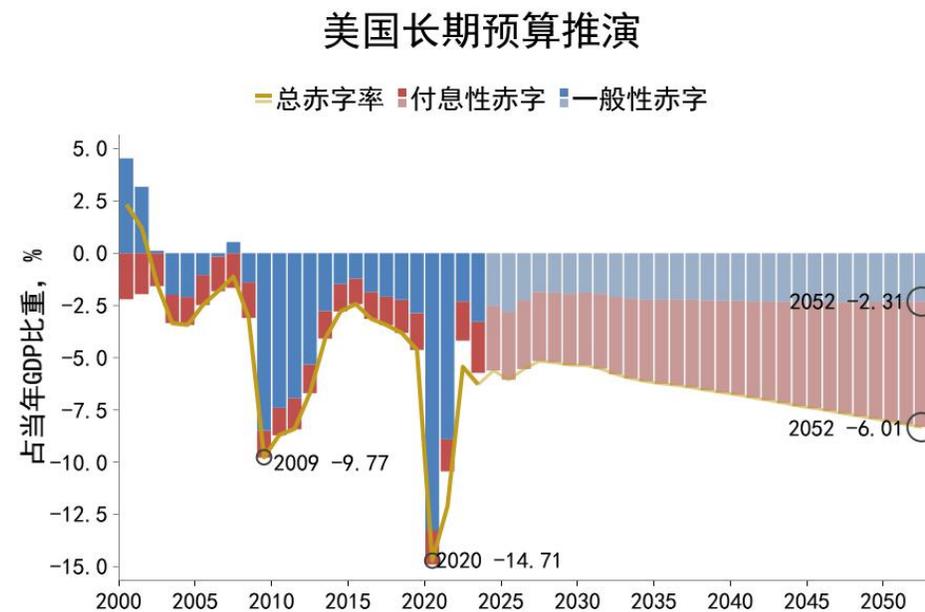
- 美联储在2008年底，提前完成了价格型转型，为何？
- 政策从需求端发力
 - 美联储三轮QE + 财政刺激
 - 流动性泛滥后，美联储无法通过数量影响资金价格，“真·流动性陷阱”
 - 通过套息机制自发维护市场利率，无需联储干预
- “流动性超发” + “流动性回收工具” = 价格型框架

图1：美联储资产负债表至今经历4轮扩张及2轮收缩



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图2：新世纪以来美国财政的2轮扩张

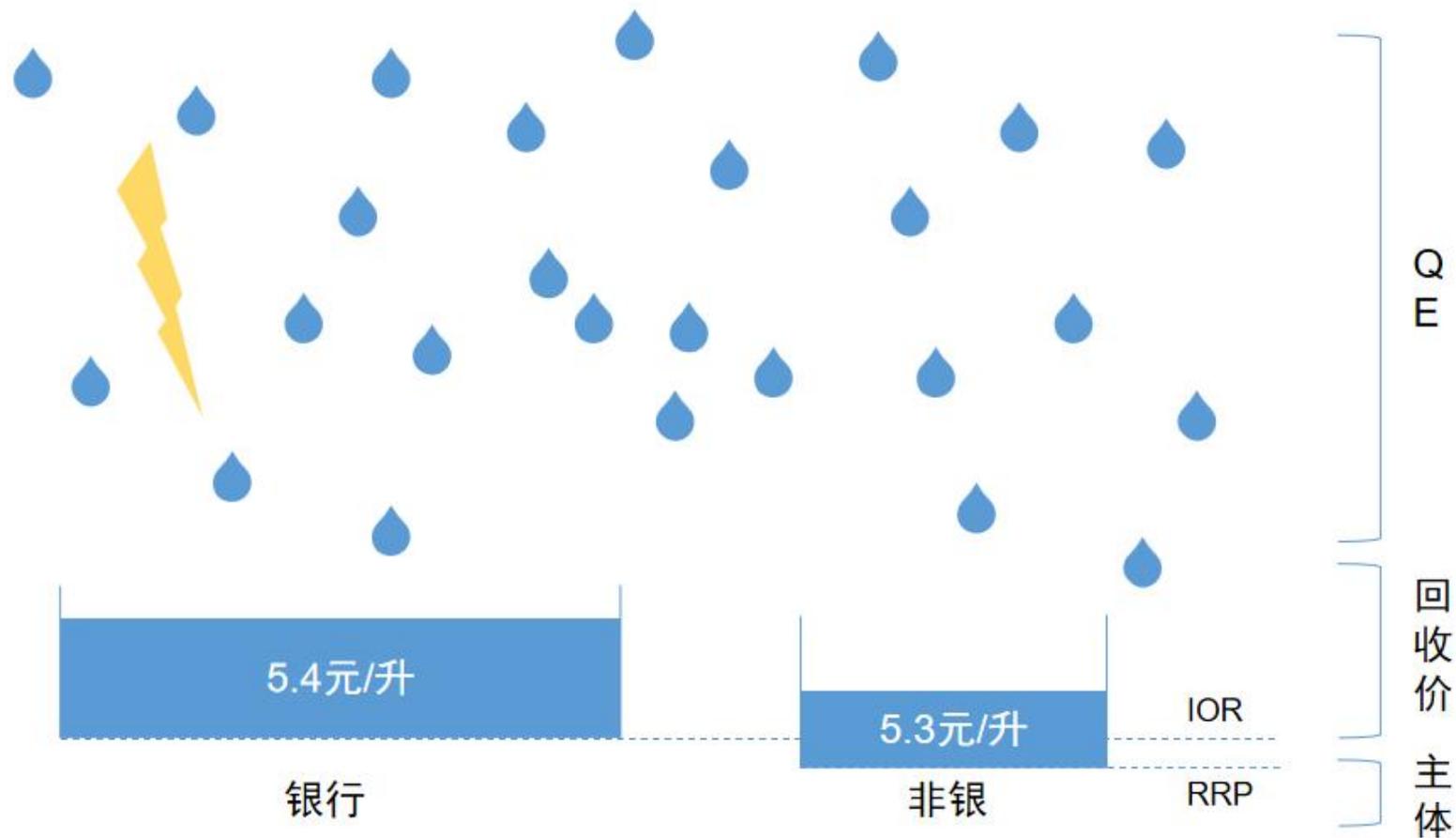


资料来源：Macrobond，CBO，国信证券经济研究所整理

价格型的本质是“流动性超发”

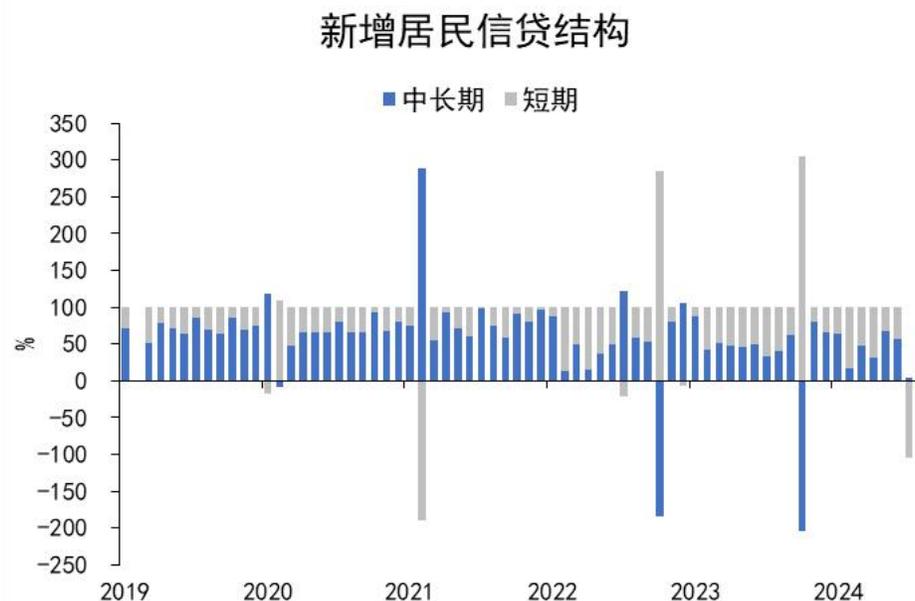
- “流动性超发” + “流动性回收工具” = 价格型框架
- “双底系统”：IOR（准备金利率） + ON RRP（隔夜逆回购）

图3：一图看懂美联储利率走廊



- 我国基础货币显然并未过剩
- “供给约束”转向“需求约束”
 - 广义货币层面，“宽信用”缺乏抓手，“以价换量”亦难以为继
 - 基础货币层面，“结构性流动性紧缺”将被逐步放弃，利率指标将成为央行主要抓手
 - “固定价格，数量招标”或有其他原因，但只是第一步

图4：2022年以来，居民中长期贷款占比显著下降，是新增贷款波动性上升的重要原因



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：社融口径信贷投放罕见“萎缩”



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

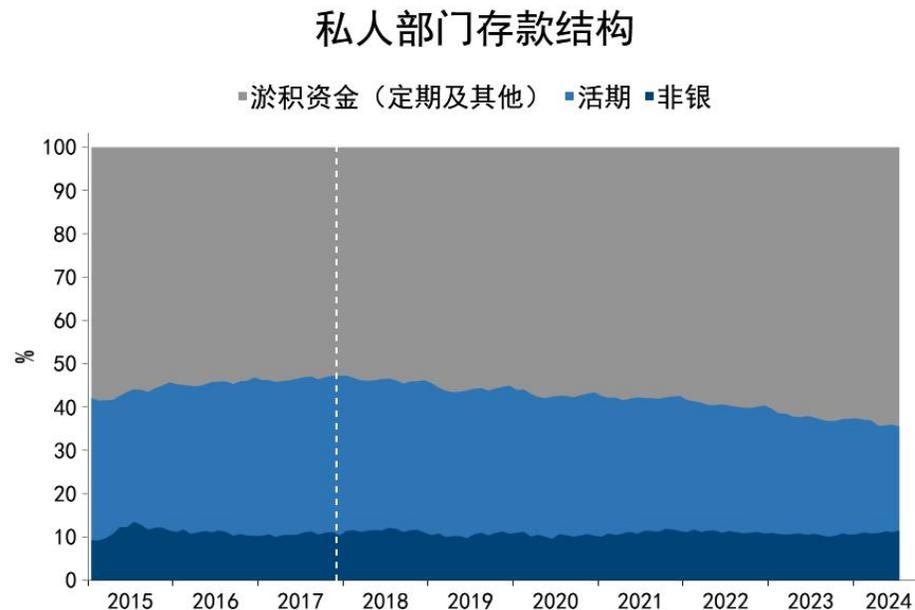
- “流动性陷阱”？
 - 1936年凯恩斯《就业利息和货币通论》：“存在着这样一种可能性，这就是当利息率降到某种水平时，流动性偏好可能变成几乎是绝对的。就是说，由于利息率太低，几乎每个人都宁愿持有**现金**而不愿持有**债券**。在这种情况下，货币当局会失去它对利率的有效控制”
 - 债券收益低 → 无风险现金 → 央行“宽货币”无法进一步压降利率/刺激经济
 - 广义理解：货币数量调节功能丧失
 - 风险资产（固定资产投资、股票、房地产）收益低 → 低风险资产（债券、黄金） → 央行“宽货币”无法“宽信用”
 - 必须转向价格型工具 + 需求端政策

图6：货币“淤积”在金融体系



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

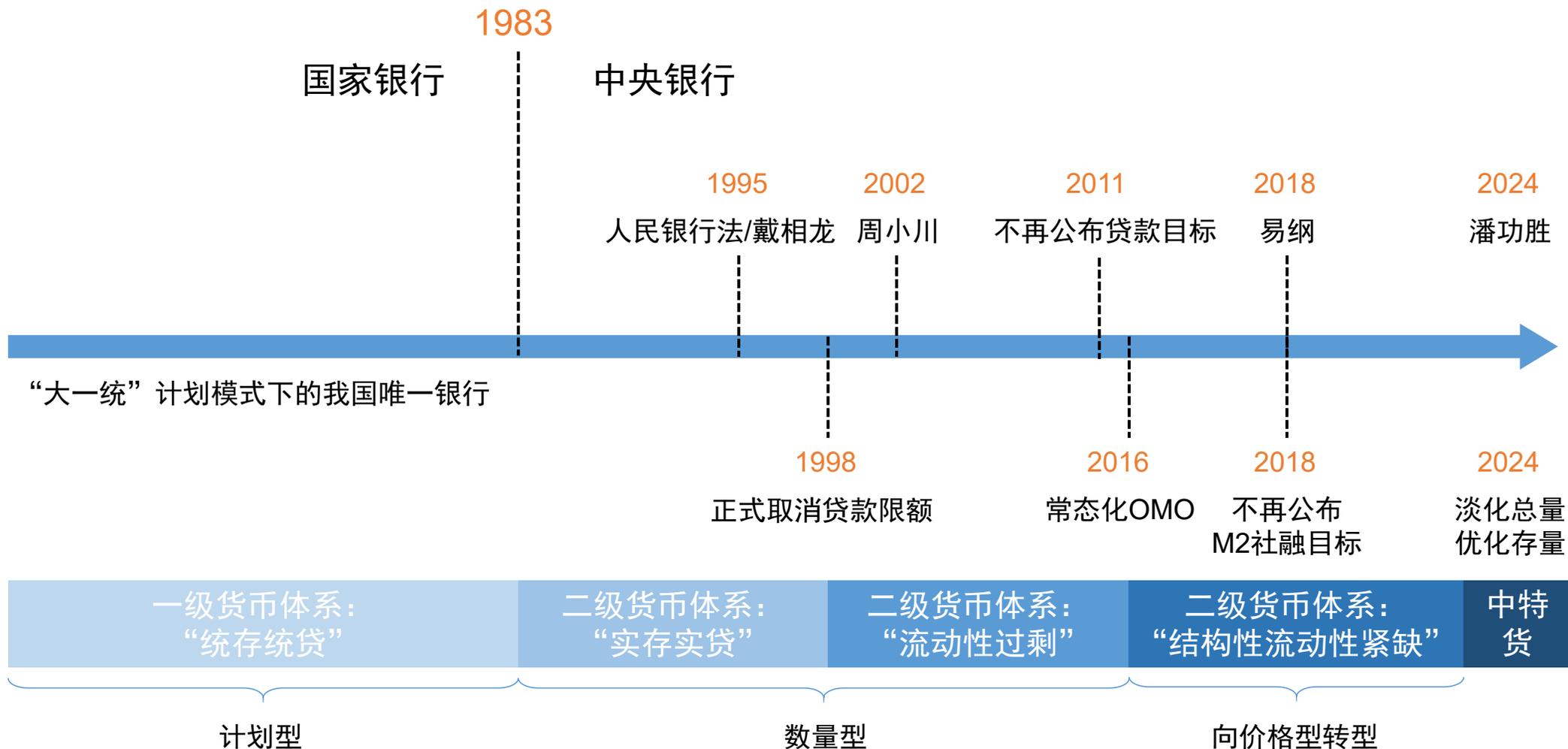
图7：事实上，2017年“货币活力”已经开始掉头



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

货币框架变化本质上是经济发展阶段不同

- 建国以来，我国货币政策框架大致可以分为：计划型（从属）、数量型、向价格型转型三个阶段
 - 背后对应了三个发展阶段：计划经济、供给约束、需求约束
 - 需求约束下，流动性过剩近乎必然，从货币政策有效性的角度（操作/效能），都需要转向价格型框架



- 构建价格型体系，是我国经济发展进入新阶段的必然选择
- 以两者为标志：
 - 搭盆：设定真正的价格型工具
 - 洒水：逐步放弃“结构性流动性紧缺”框架

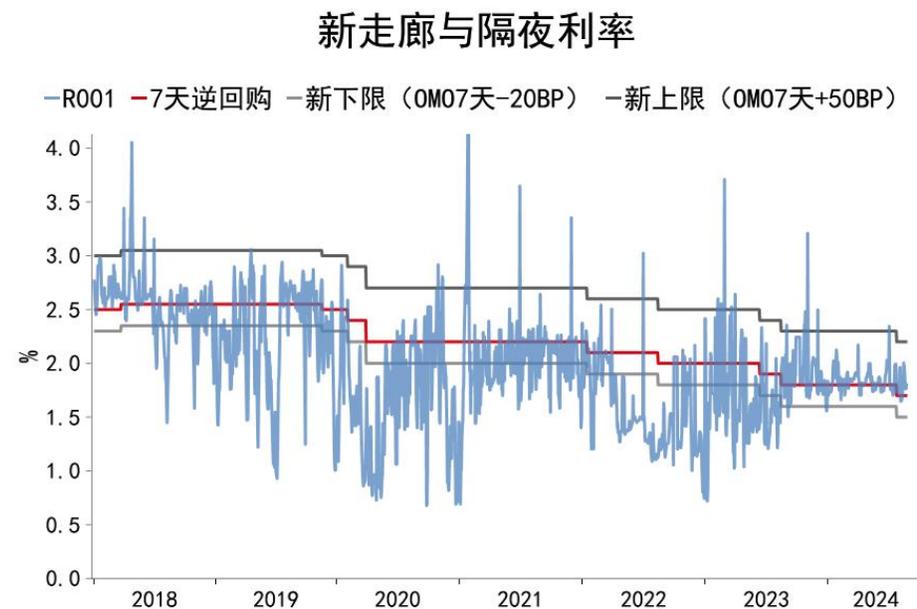
- 市场一些悲观的理由
 - 正回购时隔近10年重启
 - 走廊从“上窄下宽”转为“上宽下窄”，倾向性明显
- 并非短期干预，而是框架调整的一部分
 - 过往两轮“宽货币”有特殊背景，均为央行引导
 - 央行新班子上任后隔夜利率事实上已经在“新走廊”运行

图8：“老走廊”



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所绘制

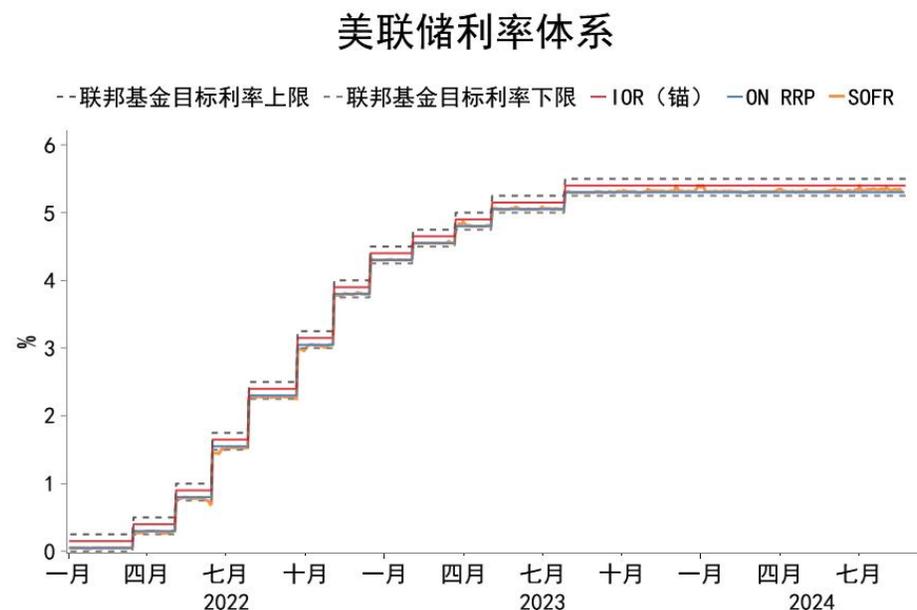
图9：“新走廊”



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

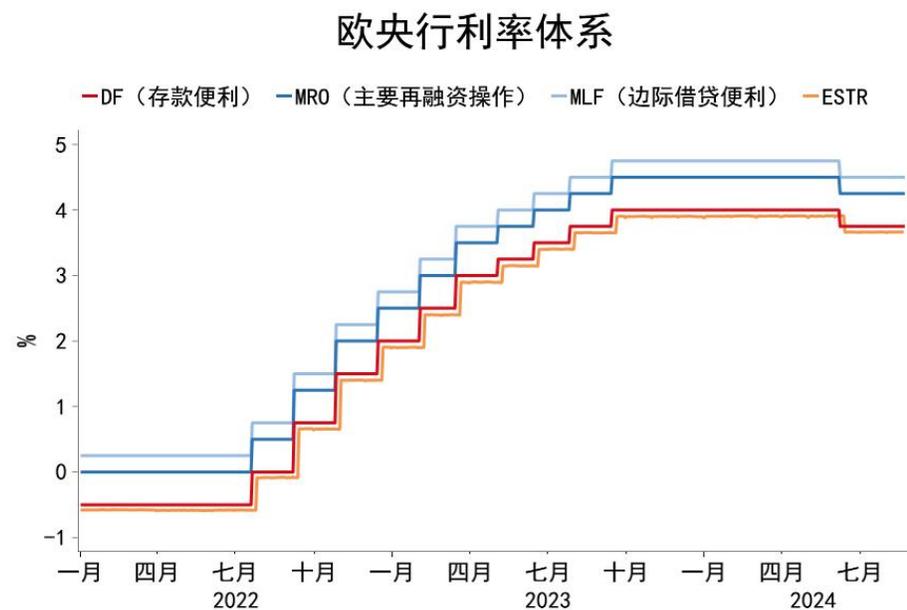
- 将隔夜利率逐步培育成新“中介目标”才是核心目的
 - 主要央行无一不锚定隔夜利率
 - 临时回购操作并非真正意义的利率走廊，本质仍是数量型工具，只是使市场适应概念
 - 央行未来或将进一步收紧走廊宽度，使隔夜利率更加稳定
 - 设定价格型（“地板”）工具：美国模式 vs 欧洲模式

图10：美联储利率走廊



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所绘制

图11：欧央行利率走廊



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

- 今天：25BP利率走廊 + 量化宽松 vs 次贷危机前：单一利率目标 + 常态化国债吞吐

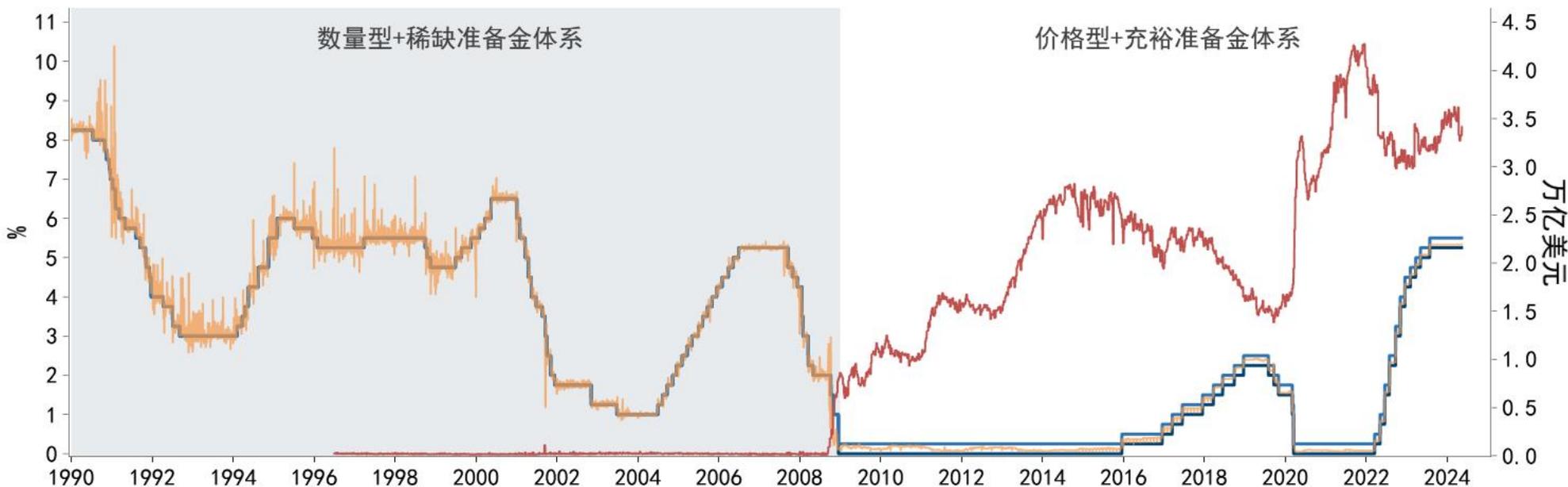
价格型

数量型

图12：美联储操作框架的切换，背后是流动性管理思路的深刻转变

美联储利率框架变迁

— 准备金规模（右） — 实际联邦基金利率 — 目标利率/上限 — 目标利率下限



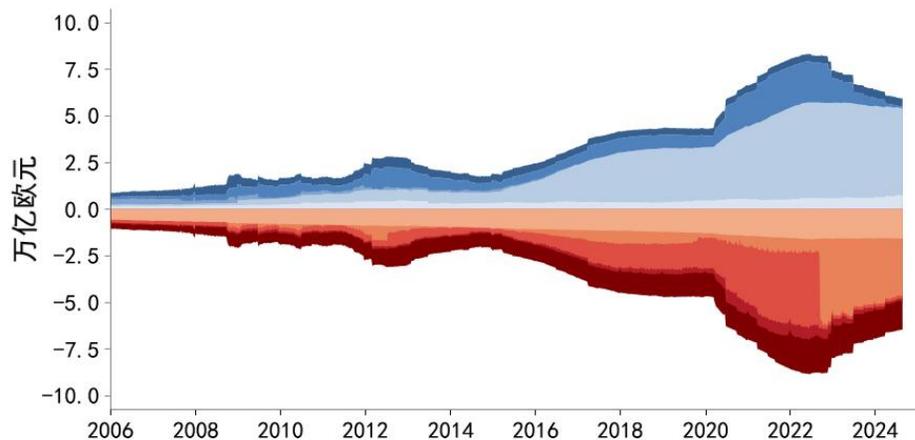
资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

- 欧央行利率走廊
 - 上限为边际借贷便利（SLF），隔夜，MRO+25BP
 - “锚”为主要再融资操作（MRO），7天
 - 下限为存款便利（DF），隔夜，MRO-50BP
- 欧央行流动性投放手段，从主要再融资操作，转向国债买卖+长期再融资操作
 - 巨量流动性造成事实上的“地板体系”
 - 9月18日欧央行将把“地板差”缩减为15BP

图13：欧央行同样在2008年后转为“充裕准备金体系”

欧央行资产负债表

■ 现金 ■ 存款便利 ■ 其他基础货币 ■ 对欧元区政府债务 ■ 其他负债 ■ 其他资产
■ 边际借贷便利 ■ 长期再融资操作 ■ 主要再融资操作 ■ 欧元债券 ■ 黄金

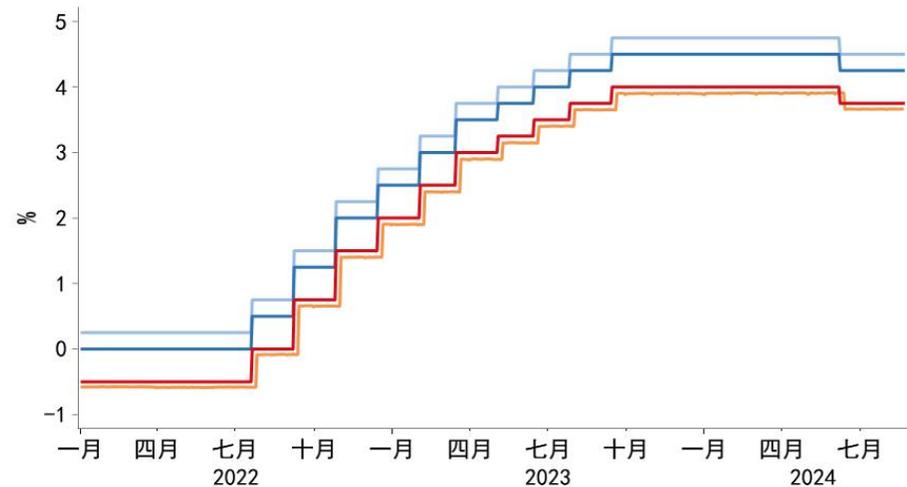


资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所绘制

图14：欧央行利率走廊没有非银工具

欧央行利率体系

— DF（存款便利） — MRO（主要再融资操作） — MLF（边际借贷便利） — ESTR



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

- 短期看，本质上是“洒水工具”：配置为主，交易为辅
 - 逐步替代MLF，降准侧重信号作用
 - 成本低，均匀补水
- 中期看，改变央行资产结构，将未来发币基础从“外汇占款”替换为“主权信用”
- 更长看，加强财政货币联动
 - 政府“免息”融资：退休国债
 - QE需要“机遇”

图15：降准空间已然较为“逼仄”，但价格型转型后空间重新打开

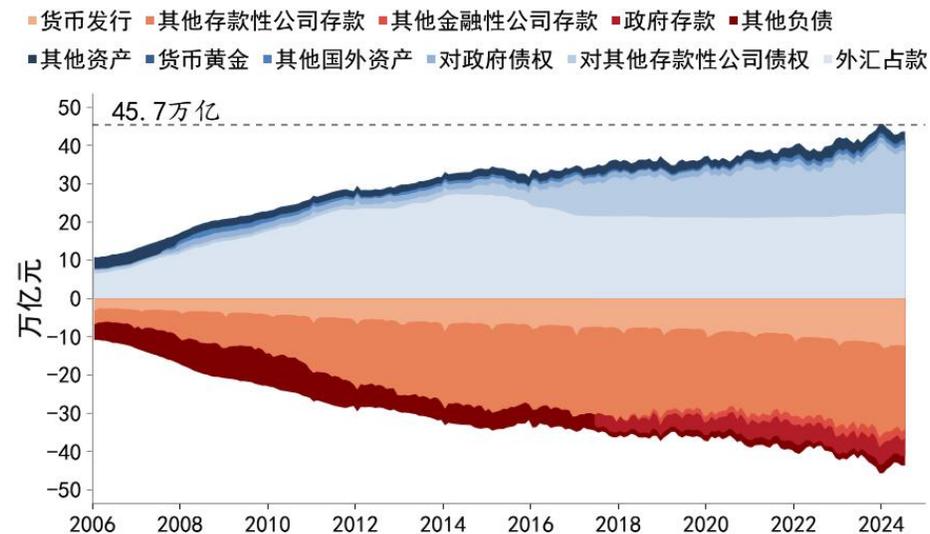
中国法定存款准备金率



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所绘制

图16：“外汇占款”仍是央行最主要资产

人民银行资产负债表



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

- 美联储的常态化公开市场操作主要包含三种：
 - 国债买卖 (outright purchase)、短期回购 (short-term repos) + 长期回购 (long-term repos)



永久性公开市场操作
(放量)

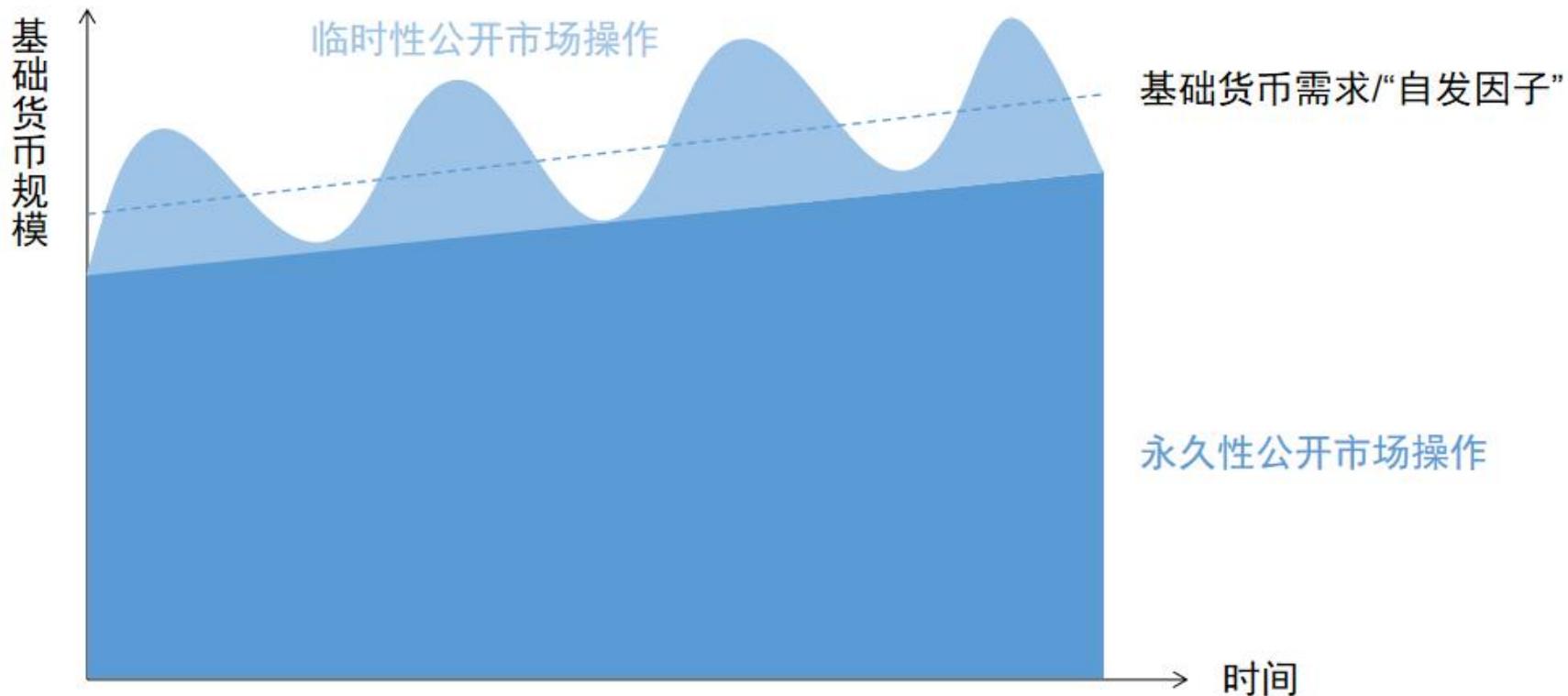


临时性公开市场操作
(调节)

- “分工”有所差异，且高度互补
- 被动流动性工具
 - 常设：贴现窗口 (discount window)
 - 临时：CPFF, MMIFF, Maiden Lane等

- 资产购买“放量”：满足趋势性、扩张性需求
 - 实操中，投放规模低于需求，形成“结构性缺口”（structural deficiencies）。似曾相识？
- 回购工具“调控”：在国债买卖形成的“基本盘”上，进行短期精准调节，传达政策意图

图17：数量型框架下，资产购买是流动性的躯干，回购更多发挥调节职能



8月首秀：“反向扭曲操作”

- 本轮买债，不是QE，不是YCC，而是传统流动性调节操作，但兼顾了数量与价格的“反向扭曲操作”
 - 传统的央行吞吐国债操作：相机抉择，目的是调节流动性，特别是长期流动性
 - QE操作：“提前”明确操作规模，即明确量的目标，目的是压降广谱利率
 - YCC操作：“提前”明确价格目标，目的是对某一期限利率进行有效控制
- 我国央行既实现了1000亿元的长期流动性投放，也通过“买短卖长”，避免加剧长端利率的单边下行势头
 - 央行仍无意进行YCC

图18：美联储持有国债的期限结构变迁，在数量型框架下遵循“中性原则”，避免扭曲市场



【 01 】 长期：央行框架改革路径

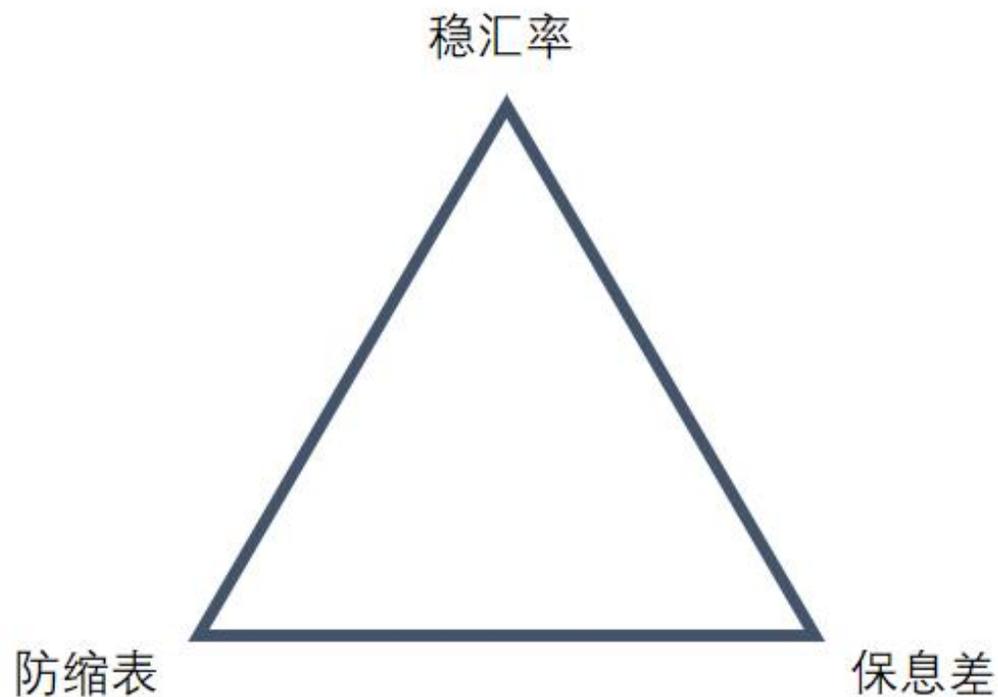
【 02 】 下阶段货币政策如何演绎

- 与海外主要央行不同（如Fed、ECB）我国货币政策诉求较多：
 - 经济增长/充分就业
 - 币值稳定
 - 内外平衡
 - 金融稳定
- 各目标制衡下，央行必须动态选择，因此货币政策可能阶段性出现“风格漂移”
 - 静态视角下“刻舟求剑”式的分析可能失效
 - 关键在于厘清央行当下“痛点”

核心：“新不可能三角”

- 央行三个较为急迫且互相掣肘的目标“防缩表”、“保息差”、“稳汇率”
- 2/3

图19：“新不可能三角”



美联储转向前：优先“稳汇率”

- 以美联储为代表的海外流动性环境转向前，“稳汇率” > “防缩表” > “保息差”
- “稳汇率”目标的特征是弹性较强，汇率压力较高时，目标较为刚性
 - “强大的货币”成为建设金融强国6大目标之首，排名甚至高于“强大的中央银行”，币值稳定是强大货币的必备因素
 - 人民币汇率已站在7.30的关口，这一点位是“811汇改”后的关键心理点位，一旦突破纠偏成本将较高

图20：“811”以来7.3成为重要关口



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图21：逆周期调节撒力

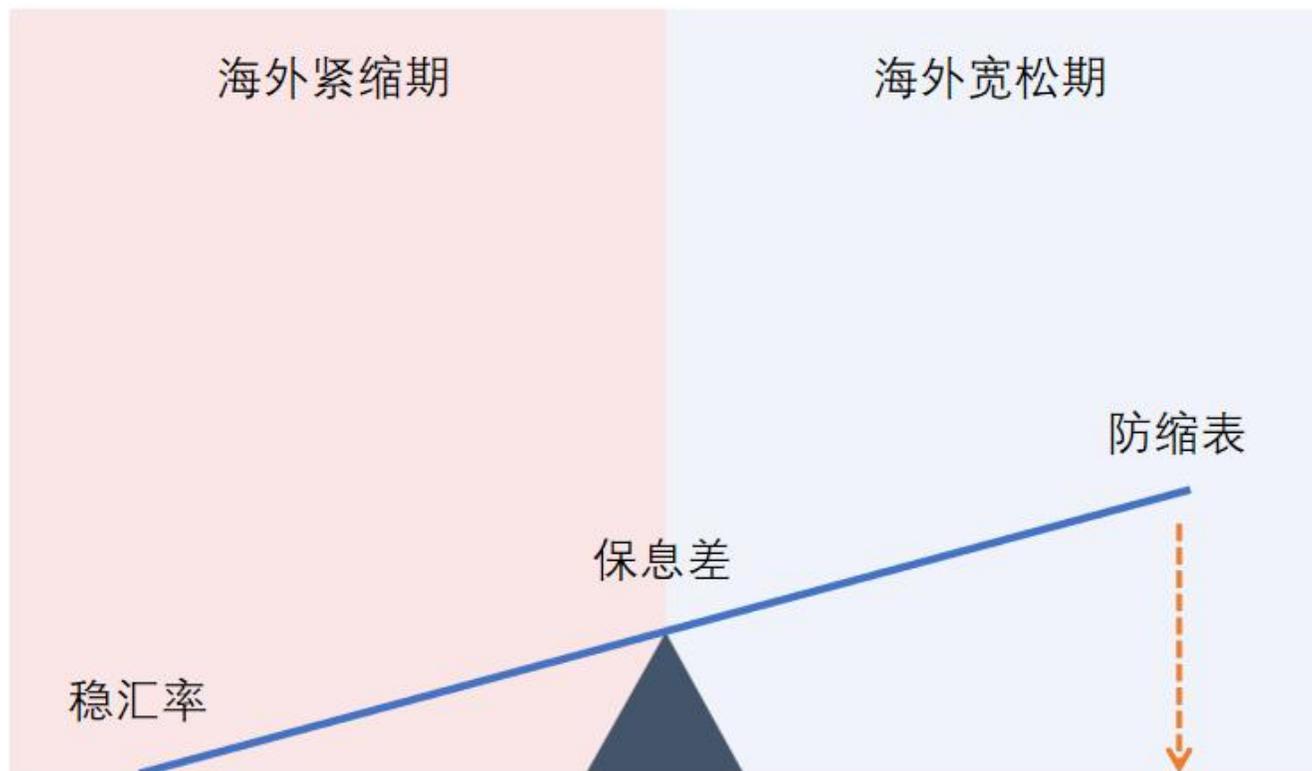


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

“防缩表”与“保息差”的政策涵义

- 国内外的政策周期差趋于收敛，“稳汇率”压力阶段性下降，人民行政策诉求将向内倾斜
- “防缩表”成为政策重心，四季度大概率仍有LPR调降、或存量贷款调降

图22：“新不可能三角”下的“跷跷板”



“保息差” 不可忽视

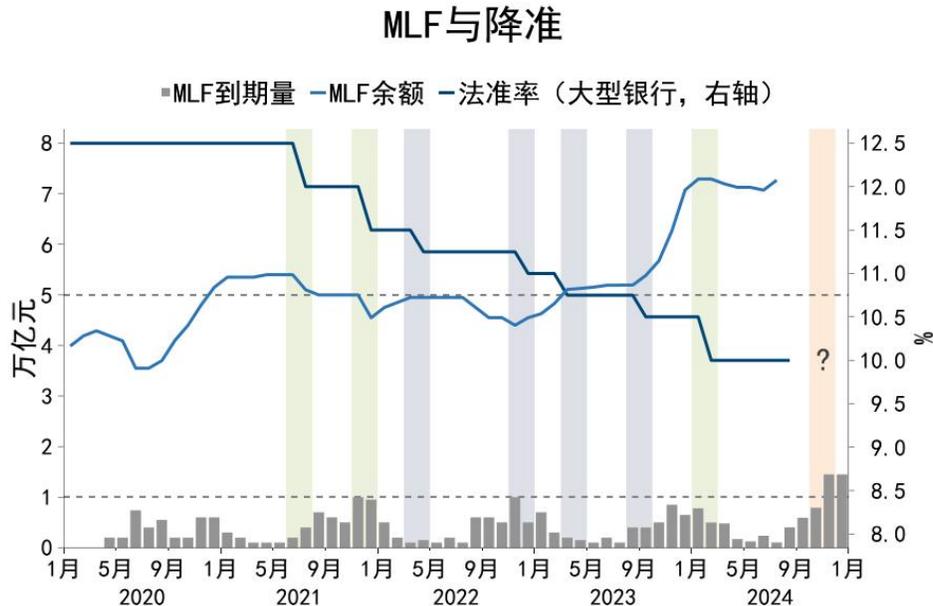
- 银行风险“缓冲垫”已经出现倒挂，“保息差”同样较为急迫
- “保息差”是“防缩表”的机制保障，Q4大额到期MLF如何续作？
 - MLF等额续作 + 降存款利率
 - 央行净买债投放
 - 降准：9-11月存在降准可能，且可能是50BP“大号”降准

图23：银行息差与坏账率已然倒挂（实际情况可能更为严重）



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图24：“保息差”压力下，四季度到期MLF如何续作成为问题

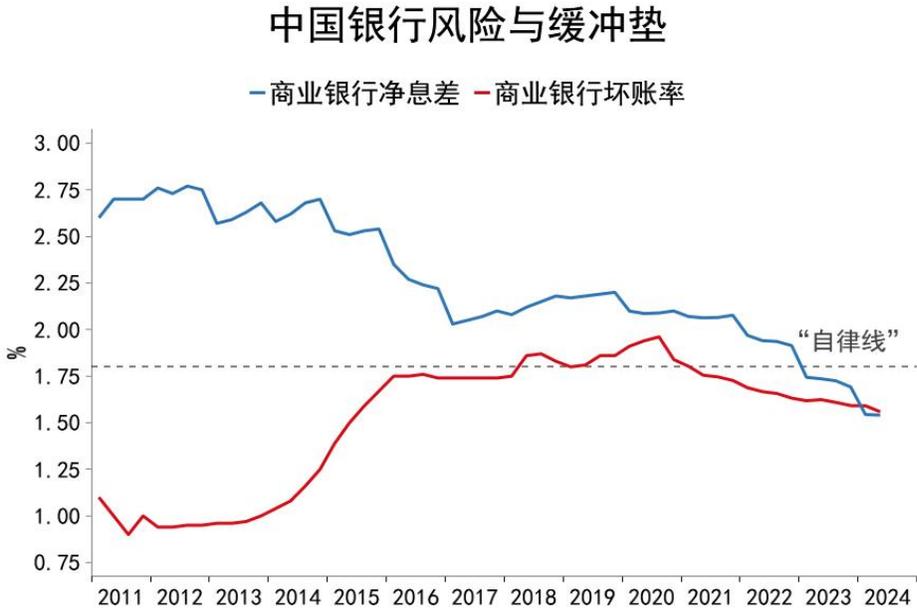


资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

“保息差” 不可忽视

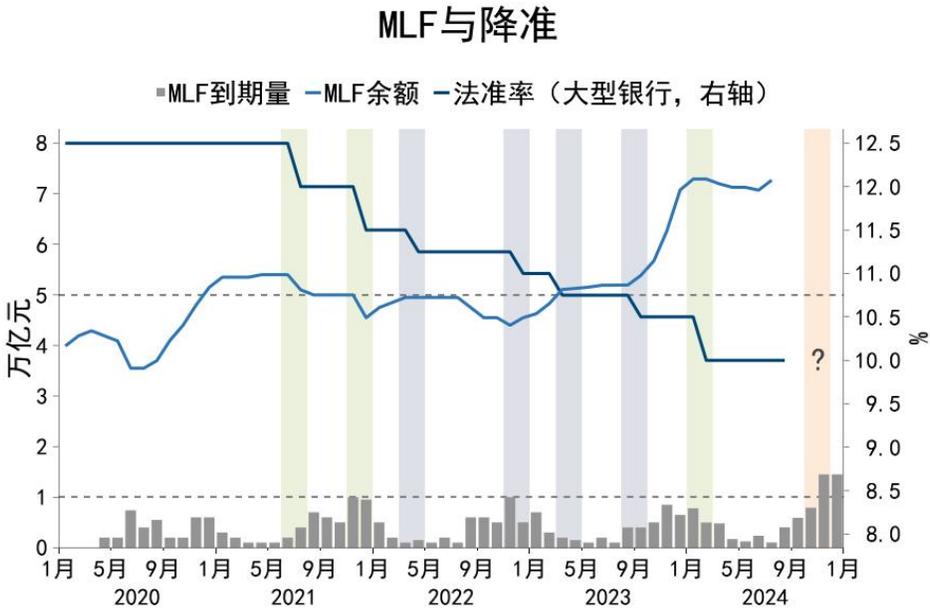
- 银行风险“缓冲垫”已经出现倒挂，“保息差”同样较为急迫
- “保息差”是“防缩表”的机制保障，Q4大额到期MLF如何续作？
 - MLF等额续作 + 降存款利率
 - 央行净买债投放
 - 降准：9-11月存在降准可能，且可能是50BP“大号”降准

图25：银行息差与坏账率已然倒挂（实际情况可能更为严重）



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图24：“保息差”压力下，四季度到期MLF如何续作成为问题

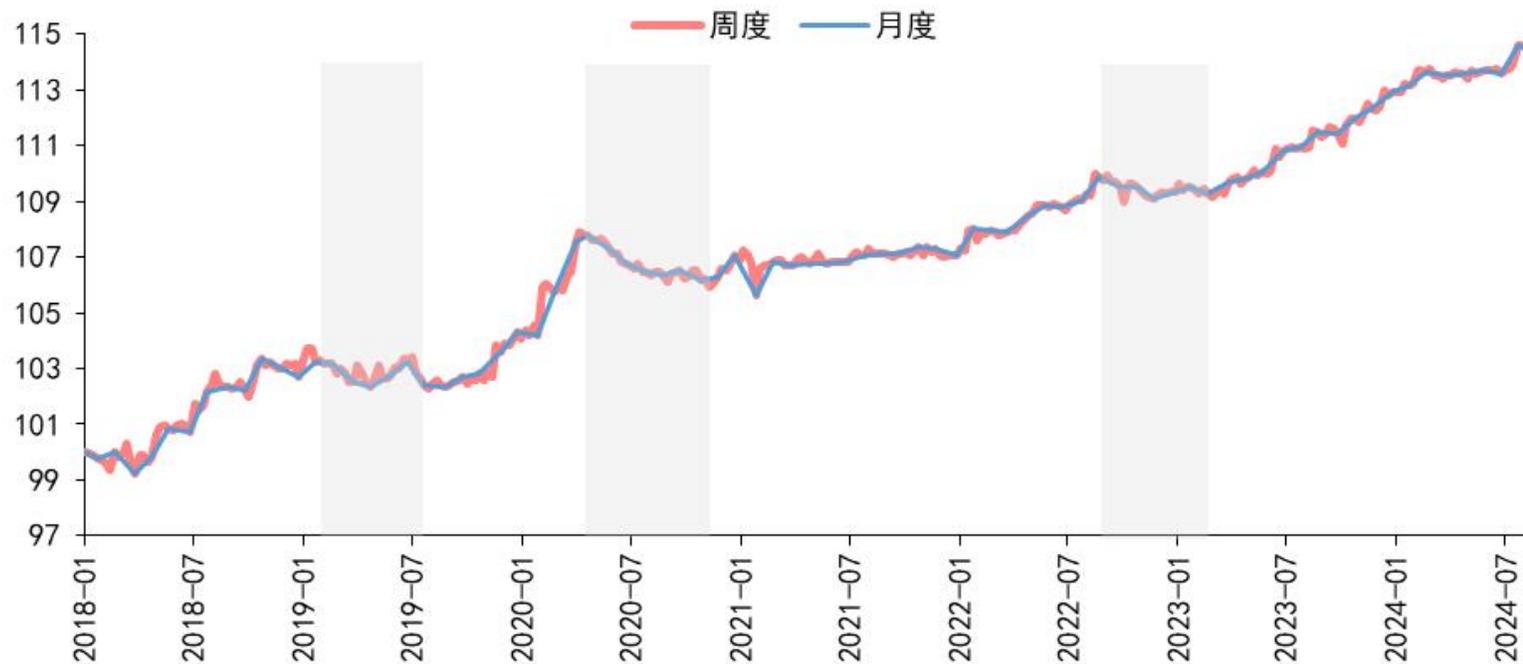


资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

- 在经济“需求约束”背景下，货币政策居于从属地位，只能“顺势而为”
 - 2018年以来货币政策3次阶段性调整，均有基本面支撑

图26：2018年以来货币政策总体宽松，仅少数时期出现收紧

长周期货币政策力度指数（2018年为100）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032