



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《从货币政策看债券市场稳定了吗？——我们这样理解最近的债券下跌和货币政策》

《总量宽松狭窄、财政属性鲜明——2023 年度展望之货币政策篇》

《人民币贬值后货政宽松走向何方？——大类资产比价关系研究之六》

《货币政策的“财政”色彩愈加鲜明——10 月货币信贷数据点评》

如何看待货币政策“降准”和“控表”？ ——结合国常会和易纲行长讲话理解近期货币政策变化

投资要点：

- **人民银行以“控表”为目的吗？**“降准”不会改变央行资产负债表和基础货币规模，通过改变基础货币量的结构来调节流动性供给，“置换式降准”还有“缩表”的作用。较高的存款准备金率赋予央行在没有“扩表”或“缩表”的条件下通过调整基础货币结构来调节流动性供需的自由度。以“降准”来保持相对稳定的资产负债表稳定是常规货币政策的表现，因此人民银行没有直接以资产负债表总量调控为目的，而是珍惜常规货币政策空间导致了资产负债表的相对稳定。
 - 2022 年以来出现的一个新特点是央行负债端基础货币同比增速持续高于资产端对其他存款性公司债权，由于后者是指 OMO 和 MLF 等公开市场操作、再贷款再贴现等直接投放，两者之间的持续背离显示有其他因素显著影响了基础货币投放，和 2022 年第三季度货币政策执行报告中对存贷差持续扩张的描述类似，我们认为这是由于今年以来央行上缴利润配合财政政策留抵退税等“泛财政”因素，直接形成非金融部门的存款，这部分存款既增加了银行体系流动性，又增加了一般存款缴存的准备金。
- **“降准”之于债券市场：短债或存在短暂的确定性。**
 - 从债券市场本轮调整以来的主导因素来看，“房地产增量政策+防疫政策优化+资金供需”三方面的两个“基本面”因素还在继续发酵，几乎在国常会提及“降准”的同时，央行和银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，支持房地产增量政策“组合拳”或对冲资金利率稳定带来的利多。在经过“赎回”浪潮之后，市场惊魂甫定，逢利率低点减仓中长债的诉求或高于继续加仓的动能。
 - **资金利率持续收紧的预期减弱、短债的确定性较高。**随着国常会推升市场对“降准”的期待，维持年末流动性供给充裕或减弱资金利率持续收紧的预期，受资金供需收紧冲击最大的短债资产或迎来做多的短暂确定性机会。
- **风险提示：**(1) 2023 年 CPI 同比增速的上行风险还未消散，尤其是人民银行最担忧的通胀预期扩散、导致 PPI 的累积涨价压力向中下游传导，带动通货膨胀压力上行；(2) 2023 年中美货币政策周期背离是否会收敛，2022 年人民币汇率贬值压力从外部均衡方面约束了“降息”，牵制了货币政策宽松空间，2023 年中美货币政策周期背离时段若延长，或继续增加货币政策约束条件；(3) 2023 年经济周期复苏的进程受到防疫政策渐进调整的扰动，疫情反复和防疫政策调整或影响经济周期自然演化进程。

内容目录

1. “降准”之于央行资产负债表	3
2. “降准”之于债券市场：短债或存在短暂确定性	5
3. 风险提示	7

图表目录

图 1：“降准”经常用于对冲央行资产变化	4
图 2：截至 10 月底，MLF 余额缩量、PSL 余额扩量	4
图 3：2022 年以来基础货币增速高于对其他存款性公司债权	4
图 4：截止 10 月底，估算超储率回落至 1.20% 左右	4
图 5：“降准”之于债券市场或意味着资金利率短暂的确定性较高	6

11月23日国常会指出“适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”，恰好在11月21日“2022年金融街论坛年会”上，人民银行行长易纲也在讲话中提到“降准”的作用，2018年以来通过累计13次降准，释放长期流动性约10.8万亿元，“来满足货币信贷增长对中长期流动性的需求”¹，在“降准”的同时人民银行还保持了资产负债表的相对稳定。从基础认知出发，“降准”是不改变央行资产负债表规模的，那么央行有“控表”的潜在需要吗？

1. “降准”之于央行资产负债表

在11月21日易纲行长的讲话总结中，中国货币政策操作有两个特点：（1）综合运用降准以及公开市场业务操作和结构性货币政策工具等方式来主动投放和调节流动性，货币政策的自主性明显增强；（2）稳健货币政策不仅有总量上的支持，也有结构上的特色。我们在此前的多篇报告中强调了货币政策操作越来越带有“财政化”的色彩，指向专项再贷款等结构性工具无论在央行投放和调节流动性供需，还是经济供给侧结构性问题疏导方面都发挥着更加重要的作用。但是再贷款等结构性政策工具带有“扩表”的效应，而“降准”等总量型政策工具则偏向中性。早在2018年第二季度货币政策执行报告的专栏《基础货币与银行体系流动性》中，人民银行就科普过“降准”和资产负债表的关系：

“多数货币政策操作会对基础货币和流动性产生同向影响。比如，当中央银行通过公开市场操作、再贷款、再贴现以及资产购买等方式投放流动性时，基础货币和超额准备金会同步增加，央行资产负债表出现‘扩表’；反之，当中央银行通过上述货币政策工具回收流动性时，基础货币和超额准备金则会同步减少，央行资产负债表相应‘缩表’。值得注意的是，调整法定存款准备金率会对基础货币和流动性产生不同影响。当中央银行下调法定存款准备金率时，部分法定准备金会释放为超额准备金，静态看这只影响基础货币的结构，而不影响基础货币的总量，但同时银行体系流动性则是增加的，由此金融机构的资产扩张能力增强。”²

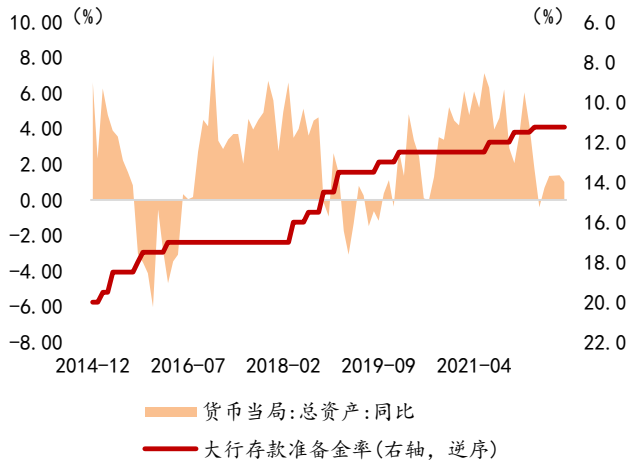
“降准”对资产端变化的对冲效应。“我国法定存款准备金率相对较高，人民银行降准用于对冲央行资产端变化（如外汇流出、商业银行偿还MLF等）后虽然会出现基础货币减少，但该操作通常具有扩张的效应”³。“置换式降准”一方面减少了央行对商业银行直接投放的基础货币量，另一方面通过改变基础货币结构，将一部分法定存款准备金转化为超额存款准备金又可以满足金融机构的基础货币需求，因此“置换式降准”带有减少基础货币量的“缩表”作用。

¹ 《人民银行行长易纲在2022年金融街论坛年会上的讲话》，2022-11-21。

² 《2018年第二季度货币政策执行报告》，第2页。

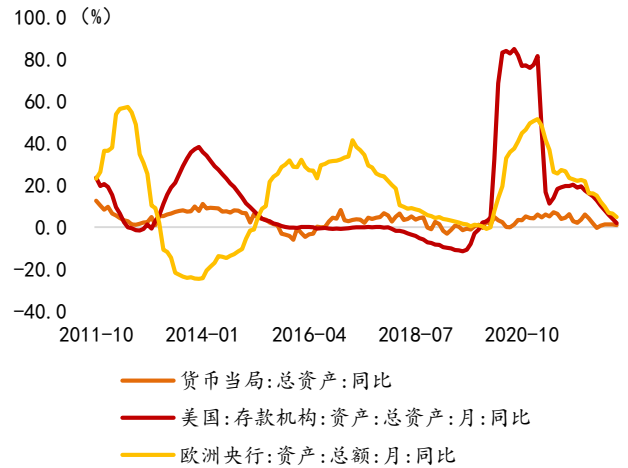
³ 《2018年第二季度货币政策执行报告》，第2页。

图 1：“降准”经常用于对冲央行资产变化



资料来源：Wind，德邦研究所

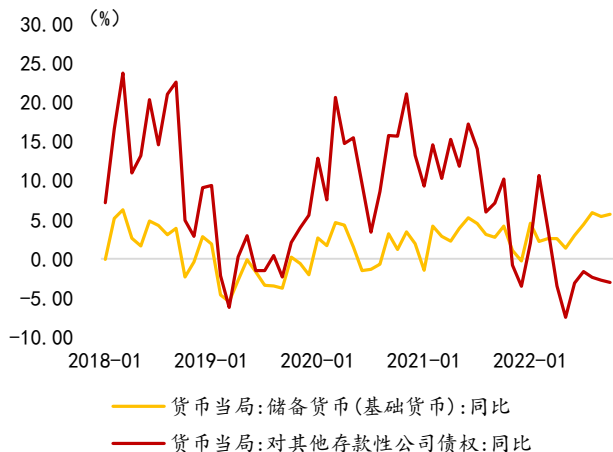
图 2：截至 10 月底，MLF 余额缩量、PSL 余额扩量



资料来源：Wind，德邦研究所

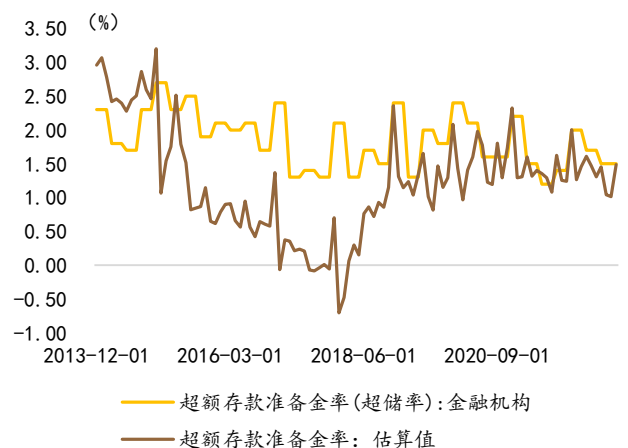
2022 年以来人民银行还没有实施过“置换式降准”，4 月份全面降准 0.25 个百分点投放大约 5300 亿元基础货币，4 月和 5 月 MLF 均为等量续做。10 月底至 11 月初市场对“降准”的吁求较高，主要是由于 11 月中旬有高达 1 万亿 MLF 到期，当时市场认为通过“降准”来部分置换到期的 MLF，一方面可以减少质押券的压力；另一方面可以用更低成本的基础货币置换更高成本的基础货币，为商业银行节约资金成本以更好的服务实体经济，然而 11 月 15 日央行采用了“PSL 和再贷款投放+MLF 缩量”的方式填补了 11 月份流动性的缺口，如果在 11 月 23 日国常会之后央行选择全面降准，那么和 4 月份一样将会是补充中长期流动性的基础货币净投放，其效应将是在不改变央行资产负债表和基础货币总量的同时保持流动性供给充裕。

图 3：2022 年以来基础货币增速高于对其他存款性公司债权



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：截止 10 月底，估算超储率回落至 1.20% 左右



资料来源：Wind，德邦研究所

从人民银行资产和负债端的变化来看，2022 年以来出现的一个新特点是央行负债端基础货币同比增速持续高于资产端对其他存款性公司债权，由于后者是指 OMO 和 MLF 等公开市场操作、再贷款再贴现等直接投放，两者之间的持续背离显示有其他因素显著影响了基础货币投放，和 2022 年第三季度货币政策执行报

告中对存贷差持续扩张的描述类似，我们认为这是由于今年以来央行上缴利润配合财政政策留抵退税等“泛财政”因素，直接形成非金融部门的存款，这部分存款既增加了银行体系流动性，又增加了一般存款缴存的准备金，以 2022 年 1 月份为起点，截至 10 月末央行资产端对其他存款性公司债权下降 5640 亿元，而负债端其他存款性公司存款增加 14263 亿元，在对冲货币发行和非金融机构存款的下滑之后，基础货币净增加 1756 亿元。

人民银行以“控表”为目的吗？参考央行在货币政策执行报告中的表述，当存款准备金率处于较低位置或者不动用准备金工具时，央行资产负债表的变化和基础货币的变化保持同步、基础货币量和银行体系流动性基本等同，而中国则还有较高的存款准备金率可供动用，较高的存款准备金率赋予央行在没有“扩表”或“缩表”的条件下通过调整基础货币结构来调节流动性供需的自由度。以“降准”来保持相对稳定的资产负债表稳定是常规货币政策的表现，因此人民银行没有直接以资产负债表总量调控为目的，而是珍惜常规货币政策空间导致了资产负债表的相对稳定。那么如我们在《总量宽松狭窄、财政属性鲜明——2023 年度展望之货币政策篇》中的猜测，“降准”或存在隐性下限的制约，从 2018 年至今存款准备金率已经降低至大约 8.0% 的水平，向后来看，如果没有经济过热、通胀率走高等触发“升准”的环境，那么 8.0% 左右的存款准备金率距离“隐性下限”5.0% 的空间已经较为狭窄。易纲行长强调“降准操作也可以理解成把过去通过提高准备金率‘冻结’的流动性给释放出来”，那么当被“冻结”的资金池被消耗掉之后，彼时央行资产负债表的“扩张”和“收缩”就是央行调节流动性、货币政策自主性的体现。

2. “降准”之于债券市场：短债或存在短暂确定性

我们在《狭义流动性的拐点或已到来》和《货币政策的“财政”色彩愈加鲜明》等报告中提到“如果 11 月至 12 月人民银行“降准”、继续释放准备金补充流动性，那么 DR007 和超储利率利差的回升趋势或被抑制；如果 11 月至 12 月“降准”缺位，货币市场利差和利率绝对值或延续回升态势”。当 11 月 15 日央行缩量续做本月到期的 MLF 之后，债券市场对“降准”的期待降温，然而 11 月 23 日国

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49276

