



2023 年 2 月 27 日

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

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

《从货币政策看债券市场稳定了吗？——怎样理解最近的债券下跌和货币政策操作》

《从 M2 结构看货币政策宽松空间——流动性创造系列之九》

资金利率还会宽松吗？

——从 2022 年第四季度货币政策报告看政策倾向

投资要点：

- **资金利率还会宽松吗？** 接下来一个阶段，狭义流动性和广义流动性“回归”至“合意”水平：M2 增长减速或导致 2022 年资金利率大幅偏离政策利率的充裕资金来源格局被改变，目前商业银行获取准备金的机会成本重新回到货币市场利率上来，准备金需求扩张或增强货币政策以准备金为抓手的流动性供给主导权，即便未来短期资金利率在政策利率附近企稳，但是资金供需回归准备金为重心的调控体系也意味着资金供需只是保持相对宽松，关键期限资金利率或在政策利率中枢上下 10 个 BP 内窄幅波动。
 - **警惕资金利率抬升对商业银行贷款投放“宽信用”的反噬效应：如果趋于上行的资金利率推升商业银行主动负债成本，或影响商业银行资产端投放贷款的意愿和能力。** 商业银行面临一方面资产端收益面临“推动综合融资成本稳中有降”的下行挑战；另一方面负债端则面临资金成本抬升的压力，净息差收窄或反而影响贷款稳健增长。在目前“降息空间有限”的情况下，负债端成本抬升的压力或依赖充裕流动性投放，此时“降准”的政策效应或大于“降息”。
 - 2022 年以来 M2 高于名义 GDP 增速“基本匹配”阈值的增长体现了货币协同财政“逆周期调节”的刺激效应，随着 2023 年“泛财政”因素减弱或减速 M2 增长，此时如果货币政策需要继续保持 M2 增速、维持流动性供给充裕，需要更大规模的政府债券发行或“降准”推升货币乘数、扩大基础货币的派生作用。
- **货币政策操作 3 种倾向：“货币政策财政化”、“控表”和约束转向。**
 - **维持资产负债表总量规模和增速相对平稳是货币政策操作的前提。** 如果央行将维持资产负债表规模相对稳定作为货币政策稳健性的前提，那么资产负债表扩张超过央行合意规模水平或诱发“降准”，对冲资产负债表扩张压力，因此从 2022 年第四季度货币政策执行报告来看，“降息”和“降准”等总量政策短期加码宽松的概率较低，“降准”的窗口还没有关闭。
- **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 年疫情二次反复或影响经济内生性复苏进程。

内容目录

1. 货币政策的 3 种倾向.....	3
2. 资金供需还会宽松吗?	7
3. 风险提示.....	10

图表目录

图 1: 截至 2022 年 12 月底, MLF 等工具占基础货币比例回落	4
图 2: 截至 2022 年 12 月底主要专项再贷款余额	4
图 3: 截至 2022 年 12 月底, 央行保持较快“扩表”速度	5
图 4: 贷款的增长主要依赖央行“扩表”实现.....	5
图 5: 关键期限 DR007 利率已经超过短端“利率走廊”中枢——7 天期逆回购操作利率..	7
图 6: 同业存单发行利率近乎和 1 年期 MLF 平价	8
图 7: 同业存单到期收益率继续向 1 年期 MLF 利率收敛	8
图 8: 以 1Y IRS Repo 作为资金利率及预期的基准, 1Y AAA 级 NCD 或已经定价资金 供需收紧压力	8
图 9: 2023 年 1-2 月公开市场操作没有显著收敛.....	9
图 10: M2 移动均值和名义 GDP 移动均值之差保持较高水平	9
 表 1: 2022 年以来各项再贷款等结构性货币政策工具梳理.....	3
表 2: 2022 年四个季度货币政策执行报告对通胀的表述	6

2 月份以来资金供需偏紧，短中期资金利率向政策利率加速收敛，而央行连续 2 个月维持准备金率 and 政策利率不变，导致市场极为关注货币政策的动向，需要从 2022 年第四季度货币政策执行报告寻觅政策信号。我们认为 2022 年第四季度货币政策报告顺延了 2022 年以来的操作风格变化，表露出货币政策操作的 3 种倾向。

1. 货币政策的 3 种倾向

基础货币愈加倾向通过专项再贷款投放。基础货币投放从 2014 年至 2020 年期间以 MLF 工具为主，2020 年以来正在渐渐转变为以专项再贷款为主，这种变化表现在央行资产负债表上即是一方面 MLF+PSL+SLF 三项结构性工具余额占基础货币余额比重下降；另一方面央行资产端“对其他存款性公司债权”却在继续扩张，再贷款余额占央行投放给商业银行债权的比重趋于抬升。

表 1：2022 年以来各项再贷款等结构性货币政策工具梳理

工具	余额（亿元）	日期	利率	额度（亿元）
政策性开发性金融工具	7399	2022/6/29	NA	6000
新增政策性银行贷款	8000	2022/6/6	NA	8000
抵押补充贷款	31528	NA	2.40%	NA
碳减排支持工具	3097	2021/11/8	1.75%	8000
科技创新	2000	2022/4/28	1.75%	4000
煤炭清洁高效利用专项	811	2021/11/17	1.75%	3000
普惠养老	7	2022/4/29	1.75%	400
交通物流专项	242	2022/4/18	1.75%	1000
制造业更新改造	809	2022/9/28	1.75%	2000
民航专项	NA	2022/4/26	NA	1500
保交楼贷款支持计划	NA	2023/1/13	NA	2000
住房租赁贷款支持计划	NA	2023/1/13	NA	NA
总和	53893			35900

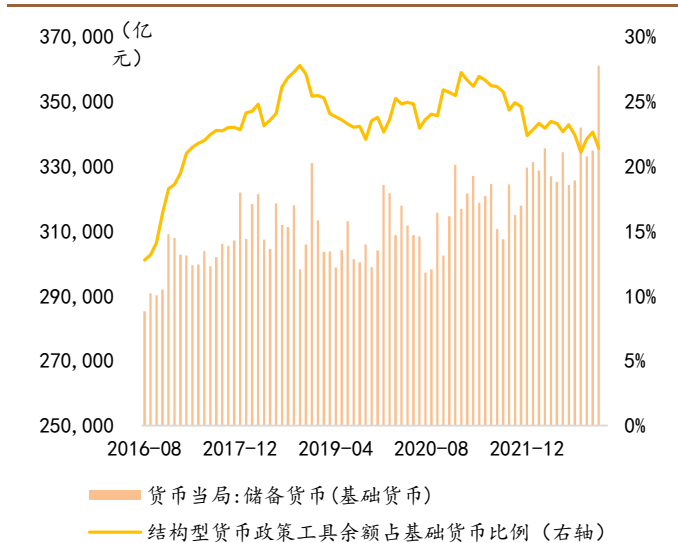
资料来源：中国人民银行，德邦研究所
注：NA 表示该项目还未披露详细信息。

根据央行披露的数据，截至 2022 年底，结构性货币政策工具余额约 6.4 万亿元，占货币当局总资产规模的比重达到 15% 左右。根据央行披露的数据计算，仅从 2022 年年内新增的结构性政策工具来看，各项专项再贷款在 2022 年底的余额达到 1.25 万亿，其中包括央行适时出台的 3500 亿元保交楼专项借款。如果加上 2 批次总和 7399 亿元的政策性开发性金融工具、新增的 8000 亿元政策性银行贷款

款以及恢复投放的抵押补充贷款，截至 2022 年底，这些政策工具的余额总和接近 5.39 万亿元。

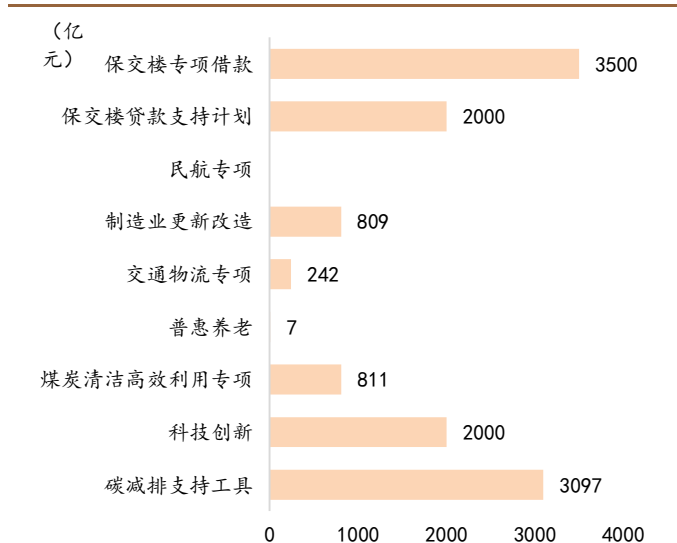
和再贷款等结构性政策工具余额在央行资产负债表上比重提升不同，传统的 MLF 等基础货币投放比重反而下降。截至 2022 年 12 月底，(MLF+PSL+SLF) 三项结构性政策工具余额占基础货币的比重降至 21%，比 2021 年末环比下降了 0.1 个百分点：从分子端来看，2022 年全年 PSL 投放增加 3511 亿元，MLF 实现零增长，SLF 反而净减少 3.80 亿元；从分母端来看，基础货币余额增长 31468.69 亿元。我们曾经在专题报告《从货币政策看债券市场稳定了吗？——怎样理解最近的债券下跌和货币政策操作》中提到过一个猜想：如果投向政策性银行的 PSL 也能够起到填补中长期流动性缺口的作用，那么存在一种可能性即是随着 PSL 的增量操作，MLF 的操作空间受到限制，中长期流动性的投放愈加带有“定向扶持”的特征。从央行资产负债表实际变化情形来看，PSL 起到了这一作用，带有定向扶持特点的再贷款工具在基础货币投放中发挥着越来越重要的作用。货币政策的这一操作倾向产生于 2020 年疫情发生之后，再贷款再贴现工具在供给端“保主体”方面发挥了至关重要的作用，带有约束激励机制的政策工具成为央行青睐的投放基础货币的方式，这一倾向在 2022 年进一步多样化，并且我们认为会在 2023 年成为货币政策的重要风格，即“货币政策财政化”。

图 1：截至 2022 年 12 月底，MLF 等工具占基础货币比例回落



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：截至 2022 年 12 月底主要专项再贷款余额



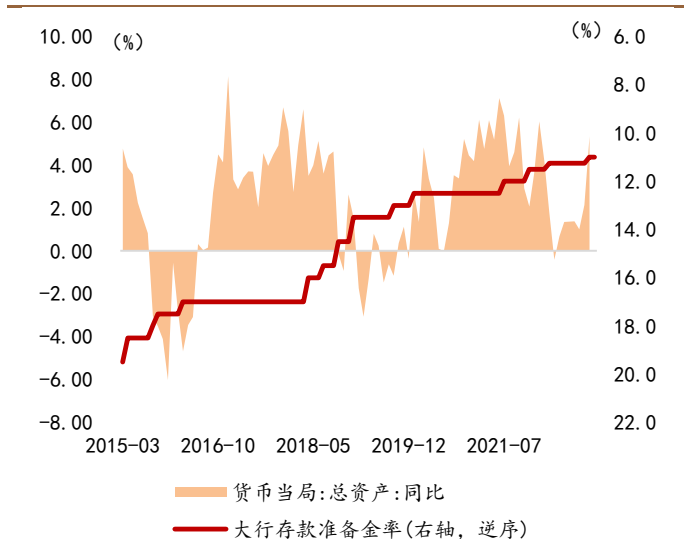
资料来源：Wind，德邦研究所

央行维持稳定货币当局资产负债表的倾向。在 2022 年第四季度货币政策执行报告的专栏 1 和专栏 2 中，央行数次提及“资产负债表”：（1）“稳健货币政策坚持稳字当头、稳中求进，没有大起大落，我国央行资产负债表规模基本稳定，货币政策操作利息收入和支出大体相当，为保持基本稳定的央行利润提供了重要条件”；（2）“人民银行在保持资产负债表健康可持续的前提下，依法向财政上缴利润，不会造成财政向央行透支，也不是财政赤字货币化”；（3）“健康可持续的央行资产负债表，是中央银行实施货币政策、维护金融稳定和强化金融服务的履职基础，既保障了央行实现币值稳定、控制通胀的可信度，也确保了央行能够有效

履行最后贷款人职责，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”；(4)“在央行资产负债表基本稳定的情况下，完善货币供应调控机制，把好货币供给总闸门”¹。

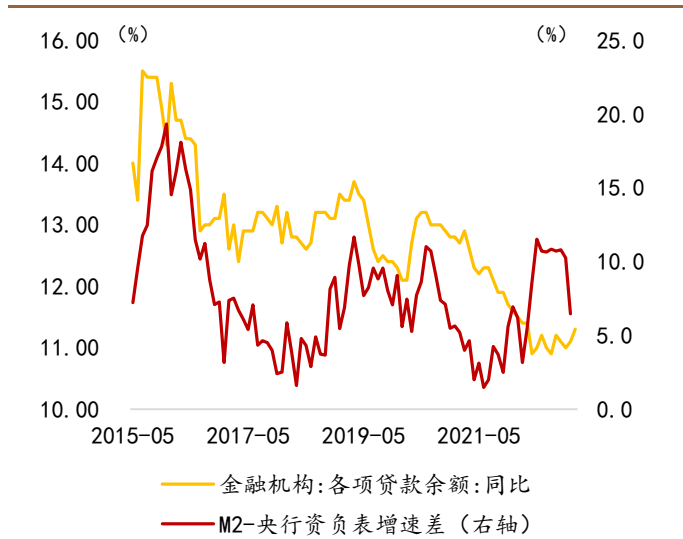
我们在 2022 年 11 月份的专题报告《如何看待货币政策“降准”和“控表”？》中通过对易纲行长的讲话分析过央行是否会调控资产负债表规模：当存款准备金率处于较低位置或者不动用准备金工具时，央行资产负债表的变化和基础货币的变化保持同步、基础货币量和银行体系流动性基本等同，而中国则还有较高的存款准备金率可供动用，较高的存款准备金率赋予央行在没有“扩表”或“缩表”的条件下通过调整基础货币结构来调节流动性供需的自由度。以“降准”来保持相对稳定的资产负债表稳定是常规货币政策的表现，因此人民银行没有直接以资产负债表总量调控为目的，而是珍惜常规货币政策空间导致了资产负债表的相对稳定。因此维持资产负债表总量规模和增速相对平稳是货币政策操作的前提。

图 3：截至 2022 年 12 月底，央行保持较快“扩表”速度



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：贷款的增长主要依赖央行“扩表”实现



资料来源：Wind，德邦研究所

从央行资产负债表来看，截至 2022 年 12 月底，央行总资产同比增速达到 5.33%，较 2022 年 11 月份 2.14% 的水平环比上升了 3.19 个百分点。央行资产负债表扩张主要体现在资产端“对其他存款性公司债权”和负债端“基础货币”科目。2022 年四季度通过各种专项再贷款等结构性政策工具稳定贷款投放，这种直达机制一方面提高了贷款投放效率，信贷政策能够直接纾解特定行业和领域融资困难；另一方面则是造成贷款投放“脱媒”，在“贷款创造存款”机制下，贷款投放创生出更大规模的存款，传统上“央行-商业银行-非金融实体”三个部门之间的资产负债表联动效应导致贷款增速和 M2-央行资产负债表增速差保持长期协整，但是 2022 年再贷款这种直达属性的贷款工具导致央行“扩表”和贷款投放的同时，和 M2 增速之间“脱钩”，在一定程度上也可以说，结构性政策工具导致贷款投放“脱媒”，贷款和 M2 之间的联动效应降低、存贷差扩大。

但是央行“扩表”并非毫无限制，如果央行将维持资产负债表规模相对稳定

¹ (1) 至 (3) 引自专栏 1，(4) 引自专栏 2。

作为货币政策稳健性的前提，那么当资产负债表扩张超过央行合意规模水平时，或诱发“降准”，带有“缩表”属性的“降准”可以对冲资产负债表扩张压力，因此从 2022 年第四季度货币政策执行报告来看，“降息”和“降准”等总量政策短期加码宽松的概率较低，可“降准”的必要性却高于“降息”，如果 2023 年一季度强劲的贷款增长带动央行资产负债表较快扩张，“降准”的窗口就没有关闭。

表 2：2022 年四个季度货币政策执行报告对通胀的表述

场合	当前通胀形势	未来通胀展望
2022 年四季度货政报告	预计通胀水平总体保持温和， 也要警惕未来通胀反弹压力。	疫情防控优化后消费动能可能逐步升温……经济活力进一步释放，企业加快复工满产，劳动力市场加速回暖可能对未来工资变化产生影响；各方面政策累积效果还在逐步显现；主要发达经济体通胀较为顽固，大宗商品价格仍存上涨压力，海外高通胀也可能通过生产、流通等环节向国内传导。 要加强监测研判，持续关注通胀反弹压力。
2022 年三季度货政报告	物价涨幅总温和，但要警惕未来通胀反弹压力…… 也要高度重视未来通胀升温的潜在可能性。	目前地缘政治冲突仍扰动世界能源供应，发达经济体高通胀粘性较强，外部输入性通胀压力依然存在； 一段时间以来我国 M2 增速处于相对高位，若总需求进一步复苏升温可能带来滞后效应 ；冬季猪肉采购和采暖需求旺盛、春节错位等因素，特别是疫情防控更加精准后消费动能可能快速释放，也可能短期加大结构性通胀压力，对此要密切关注，加强监测研判，警惕未来通胀反弹压力。
2022 年二季度货政报告	全年物价水平将保持总体稳定，但要警惕结构性通胀压力…… 下一阶段，受消费需求复苏回暖、PPI 向 CPI 滞后传导、新一轮猪肉价格上涨周期开启、能源和原材料成本仍处高位等因素影响，国内结构性通胀压力可能加大，输入性通胀压力依然存在……警惕通胀反弹压力。	短期内我国结构性通胀压力可能加大，输入性通胀压力依然存在，多重因素交织下物价涨幅可能阶段性反弹，对此不能掉以轻心……从国内看，诸多因素叠加将驱动通胀中枢阶段性抬升，主要压力来自：一是 疫情受控后未来消费复苏回暖，可能推动前期 PPI 上涨向 CPI 的传导加快…… 二是我国 CPI 篮子对食品特别是猪肉价格依赖较大，目前新一轮“猪周期”已开启，可能拉动 CPI 食品分项涨幅走高……三是我国对石油、天然气等能源品的进口依赖度较高，能源进口成本攀升最终将体现为国内交通出行、相关产业链终端消费品等更广泛范围的价格上涨。
2022 年一季度货政报告	物价形势总体稳定……未来 PPI 可能延续总体回落态势，同时也要 谨防国际大宗商品价格上涨带来的输入性通胀压力。	密切关注物价走势变化，支持粮食、能源生产保供，保持物价总体稳定。

资料来源：中国人民银行，德邦研究所

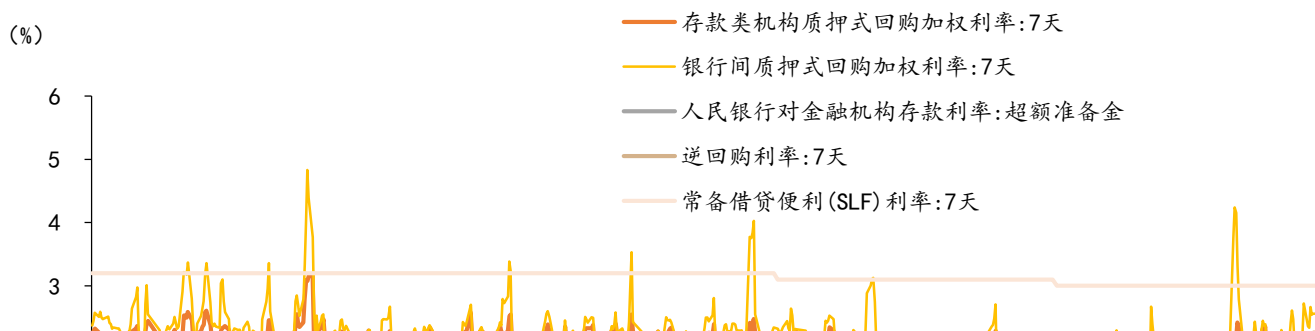
货币政策的约束倾向从通货膨胀转向人民币汇率。2022 年前三个季度货币政策执行报告对“通胀压力”的关注度逐期递增，从措辞来看：一季度货政报告密切关注输入型通胀压力；二季度货政报告警惕“猪周期”和 PPI 向 CPI 传导的通胀反弹压力；三季度货政报告提及疫情防控政策优化之后，总需求复苏升温或导致通胀显现 M2 高增长的“滞后效应”，需要“高度重视”；四季度货政报告对通胀的表述从“高度重视”转变为“持续关注”，而通胀压力来源的主要内容和前三个季度货政报告基本一致。尽管四季度货政报告有在提及“通胀”，但是对通胀的重视度较三季度有所降温，预示着至少未来一个季度，通胀压力对货币政策的约束作用下降。央行对人民币汇率的关注度有所升温，在“二次紧缩”交易推升美元指数、人民币汇率承压贬值的情况下，临近破 7.0 的汇率压力或在近期被货币政策赋予更高权重。

2. 资金供需还会宽松吗？

2022 年第四季度货币政策执行报告对流动性的态度，一词以蔽之，就是“回归”。从狭义流动性来看，央行恢复了“引导市场利率围绕政策利率波动”的表述，在连续缺席 2 个季度之后，央行的这一经典表达预示资金利率回归“利率走廊”；从广义流动性来看，央行继续明确“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”，取代上一个季度“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”的表述。狭义流动性和广义流动性或引致回归至“合意”水平。

从狭义流动性来看，2023 年 2 月份以来，资金利率抬升的斜率略超出市场预期，从短端“利率走廊”来看，截至 2 月 27 日，30 天移动平均 DR007 和 7 天期逆回购操作利率持平；从中长端“利率走廊”来看，截至 2 月 24 日当周 1 年期 AAA 级国有大行和股份行同业存单发行利率距离 1 年期 MLF 操作利率差值已经不足 5 个 BP，1 年期 AAA 级同业存单中债估值到期收益率和 1 年期 MLF 操作利率也仅有 3 个 BP 的差距。警惕资金利率抬升对商业银行贷款投放“宽信用”的反噬效应：如果趋于上行的资金利率推升商业银行主动负债成本，或影响商业银行资产端投放贷款的意愿和能力。商业银行面临一方面资产端收益面临“推动综合融资成本稳中有降”的下行挑战；另一方面负债端则面临资金成本抬升的压力，净息差收窄或反而影响贷款稳健增长。在目前“降息空间有限”²的情况下，负债端成本抬升的压力或依赖充裕流动性投放，此时“降准”的政策效应或大于“降息”。

图 5：关键期限 DR007 利率已经超过短端“利率走廊”中枢——7 天期逆回购操作利率



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_52663

