



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

总量宽松狭窄、财政属性鲜明

——2023 年度展望之货币政策篇

投资要点:

- 从货币政策操作风格上判断，2023 年总量货币政策宽松空间狭窄、财政属性鲜明的结构性货币政策或继续担纲流动性投放。2018 年以来货币政策宽松的进程或不会在 2023 年终结，至少 2023 年上半年货币政策或延续 2018 年二季度以来的宽松风格。但是从总量货币政策的操作空间来看，“降准”和“降息”都面临“隐性下限”的制约，带有“财政”色彩的结构性货币政策或继续成为央行投放流动性的主要渠道，2022 年以来货币政策操作愈加“财政化”、货币和财政更加趋于紧密联动的特征或在 2023 年延续。

➢ **总量型货币政策工具：受到“隐性下限”制约。**从总量货币政策的操作空间来看，“降准”空间或面临 5%法定存款准备金率的隐性制约，2023 年在“降准”空间受限的情况下，“降准”的幅度或也保持在 0.5 个百分点左右；“降息”面临存款基准利率的“隐性下限”制约，如果未来能够打破这一隐性下限约束、继续深化存款利率市场化定价，那么短端“降息”的空间或再次被打开，甚至对“连续降息”的可能性亦可期待。

➢ **结构性货币政策工具：延续“财政化”风格。**一方面在过去已经推出的绿色投资、普惠小微、高技术制造业、科技创新等多项低息专项再贷款的基础上，继续推进落地并逐步做大规模；另一方面或适时针对城市老旧小区改造、新型城镇化、居民消费等具有供给结构性潜能的领域新增新的结构性再贷款，挖掘经济增长结构性机会。

- **“加强财政政策和货币政策协调配合”。**货币政策为配合财政债务融资，一般会维持充裕的流动性和低利率环境，但是货币政策和在配合政府部门加杠杆方面则存在一定程度的“滞后性”。从“加强财政政策和货币政策协调配合”的要求来看，货币政策维持流动性充裕的格局应比财政政策更长，退出略快和进入偏慢的节奏应适当放缓，从这一要求出发，2023 年的货币政策或将保持流动性充裕的格局，直到宏观杠杆率从加杠杆阶段再次转入稳杠杆、去杠杆阶段。

- **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. 2022 年货币政策：“准财政属性”	3
2. 2023 年货币和财政政策协同：配合政府部门加杠杆	6
2.1. 货币政策：协同政府部门加杠杆	6
2.2. 货币政策：基础货币创造方式变迁	8
3. 2023 年货币政策还有多少宽松的空间？	11
3.1. 总量型货币政策工具：受到“隐性下限”制约	11
3.2. 结构性货币政策工具：延续“财政化”风格	12
4. 风险提示	14

图表目录

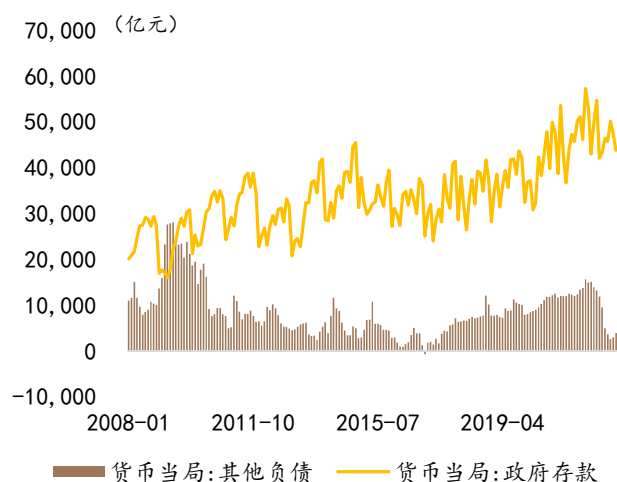
图 1：2022 年央行上缴利润发挥“准财政”功能	3
图 2：2022 年货币政策以结构性政策工具操作为主	3
图 3：2022 年“信用周期”对利率的指引作用下降	4
图 4：2022 年结构性政策工具主导商业银行资产扩张	4
图 5：中国政府部门加杠杆时货币政策的协调配合度较差	6
图 6：美国政府部门加减杠杆时货币政策的协调配合较好	6
图 7：国债：货币政策为财政债务融资维护了低利率环境	7
图 8：地方债：货币政策为财政债务融资维护了低利率环境	7
图 9：人民银行投放基础货币主要方式的切换	9
图 10：再贷款再贴现余额占基础货币比重不断抬升	9
图 11：MLF 等政策工具余额占基础货币比重下降	9
图 12：2023 年“降准”空间：受到或有隐性下限的制约	11
图 13：2023 年“降准”空间：2023 年 MLF 到期量较为平均	11
图 14：2023 年“降息”空间：受到存款基准利率的隐性制约	11
图 15：2023 年“降息”空间：LPR 和存款利率之差 9 月后走扩	11
图 16：2023 年 PSL 或继续做增量	13
图 17：2023 年政策性金融债发行量与净融资或继续走高	13

党的二十大报告提出：“加强财政政策和货币政策协调配合，着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用。”¹而早在2021年12月的中央经济工作会议上也明确“财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”。在2020年疫情以来的2年时间里，货币政策的操作风格随着其定位已经出现了较大变化。先是在2020年7月份中央政治局会议上第一次提出“完善宏观调控跨周期设计和调节”之后，2020年8月份，人民银行也在2020年二季度货币政策执行报告中明确货币政策从“逆周期调控”转变为“跨周期调节”风格并一直延续至今；后是2021年以来更加强调财政政策和货币政策的协调配合，如果货币政策是“跨周期”风格，那么作为“逆周期”风格的财政政策，其进入和退出就需要货币政策更好辅助。从货币政策2022年以来的操作特征变化上，货币和财政更加趋于紧密联动、货币政策愈加带有“财政”的色彩，这一特征或延续至2023年。

1. 2022年货币政策：“准财政属性”

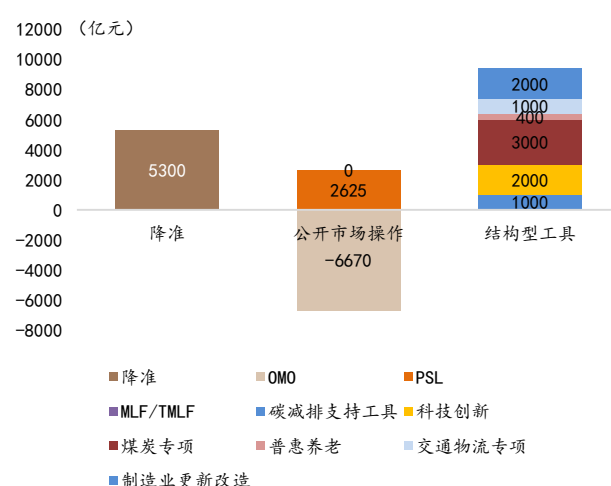
货币政策具备了“准财政”功能。专项再贷款等结构性货币政策工具从推出之日起就带有扶持特定产业、投向特定领域贷款人的“偏好”，这类和产业经济、财政政策贴合紧密的货币政策也可以称为“准财政政策”（Quasi-Fiscal Policy）。2022年人民行上缴结存利润、新增多项中央财政贴息的专项再贷款均带有“准财政”的色彩。

图 1：2022 年央行上缴利润发挥“准财政”功能



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：2022 年货币政策以结构性政策工具操作为主



资料来源：Wind，德邦研究所

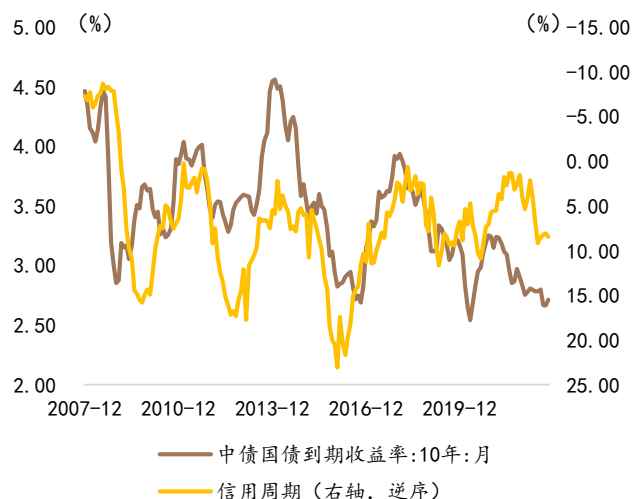
（1）央行上缴利润配合财政加快留抵退税、基础货币投放直达居民和企业等实体经济部门。如果用央行资产负债表“其他负债”项目余额变动来观测上缴利润的变动，2022年1月至7月份累计下降1.134万亿元，根据央行在二季度货币政策执行报告的数据，截至7月底已上缴1万亿元，相当于全面降准近0.5个百

¹ 《党的二十大报告辅导读本》，人民出版社，2022年10月，第27页。

分点，两项数据基本匹配。央行上缴利润投放的基础货币未经过“贷款创造存款”的机制转化，增加了私人部门存量，但由于信贷需求疲弱，流动性供给充裕、资金利率大幅下行，引致“结构性资产荒”。截至9月底，货币当局资产负债表“其他负债”余额仅有3881.28亿元，央行继续上缴利润的空间或较窄，2023年这一项工具对流动性供给的支撑作用趋于减退；（2）2022年央行继续运用结构性货币政策向金融体系和实体经济部门定向注入流动性，新增针对科技创新、煤炭开发使用、交通物流、制造业设备更新改造等方面的再贷款，与“降息”和“降准”等总量工具不同，结构性政策工具重在降低分割市场的“风险溢价”。在信贷市场分割的环境下，不同融资主体的异质性决定了信贷资源“风险溢价”水平千差万别，各种创新型结构性货币政策工具，定向注入低息流动性、降低细分信贷市场风险溢价，也具有调结构的“财政”功能。实际上2022年央行除了结构性货币政策工具，还通过“引导金融机构加大对基础设施建设和重大项目的支持力度”，为交通、能源、水利等领域投放中长期贷款，不限于调增的8000亿元开发性政策性银行信贷额度。

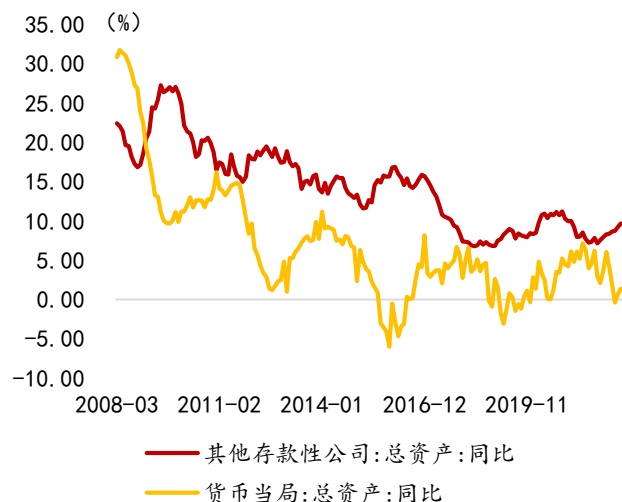
结构性货币政策工具成为流动性主要投放渠道。截至11月11日，2022年以来人民银行“淡化”了公开市场操作和常规“降准”的作用：（1）迄今仅在4月份全面降准0.25个百分点，投放大约5300亿元流动性，如果加上央行利润上缴约1万亿元，合计已经实现0.75个百分点的“降准”效果；（2）从公开市场操作来看，截至11月11日，2022年以来中期借贷便利（MLF）零投放、逆回购操作净回笼6670亿元，如果仅从公开市场操作来看，流动性投放“偏紧”。11月和12月合计还有1.5万亿MLF到期，如果都等量续做，那么全年MLF零投放零回笼，在MLF没有净投放基础货币的同时，PSL新增2625亿元净投放，PSL同样带有鲜明的“财政”色彩；（3）从结构性货币政策工具来看，如果只考虑当年新增的额度，2022年各种专项再贷款额度已经累计达到9400亿元额度，其中还不包括没有披露额度的民航专项再贷款和2021年切换至2022年的两项普惠小微企业贷款支持工具。

图3：2022年“信用周期”对利率的指引作用下降



资料来源：Wind，德邦研究所

图4：2022年结构性政策工具主导商业银行资产扩张



资料来源：Wind，德邦研究所

“信用周期”对利率的指引作用下降。当央行以结构性货币政策工具主导流动性投放时，商业银行资产负债表和货币当局资产负债表的相对变化对利率的指引作用趋于下降，我们以“其他存款性公司总资产/货币当局总资产”比值的同比增速度量的信用周期，在 2022 年渐渐和利率走势“脱敏”。

2. 2023 年货币和财政政策协同：配合政府部门加杠杆

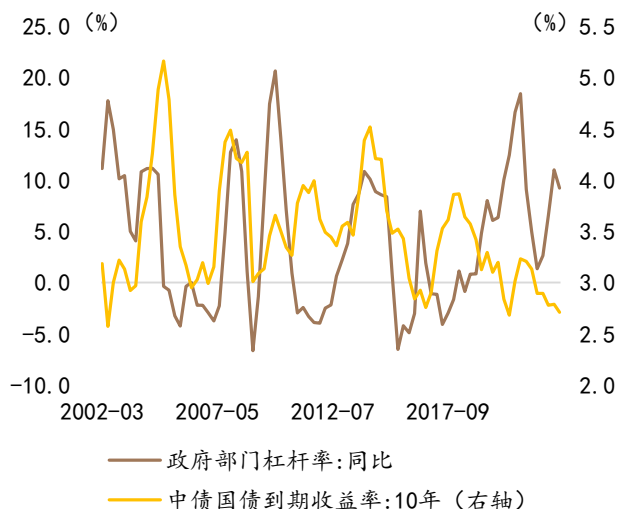
货币政策带有愈加鲜明的“财政”风格还不能归属于“货币政策和财政政策协调配合”。从 2020 年以来财政政策和货币政策的协同来看，货币政策在配合政府债券融资方面保持了较低的利率和充裕的流动性，但是货币政策在配合政府部门加杠杆方面还少一些“默契”。

2.1. 货币政策：协同政府部门加杠杆

从协调配合政府部门加杠杆角度来看，中国货币政策和政府部门杠杆率周期不同步。20 世纪 50 年代以来，中央银行应保持独立性、不应以固定利率提供“债务货币化”的便利是深入人心的货币政策理念，但是事实上，当政府部门亟需发行债券融资以满足公共财政支出需求时，货币政策还是会保持较为宽松的流动性环境、维持较低水平的利率，支持政府部门提高融资效率。这主要是由于从货币政策的目标来看，为经济增长提供合适的流动性和利率环境本就是央行的义务。当包括政府部门在内的实体经济面临融资紧缩，或信用风险急需缓释时，货币政策应为非金融企业等私人部门和政府部门提供融资方面的支持。

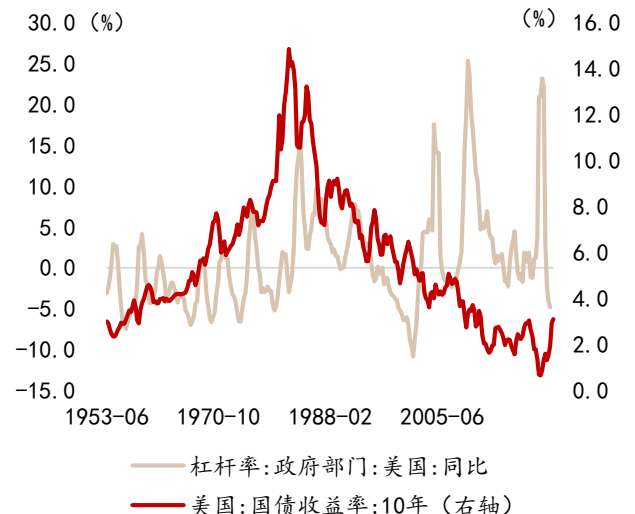
从美国 20 世纪 50 年代以来的经验来看，货币政策和政府部门加杠杆之间的协调配合度较高：政府部门加杠杆时，政府融资利率应趋于下行；政府部门去杠杆时，政府融资利率应趋于上行。因此政府部门杠杆率周期和利率波动周期之间应是较为明显的负相关关系，从我们计算的数据来看，20 世纪 50 年代至 2022 年一季度，美国政府部门杠杆率周期和 10 年期美债收益率之间的相关系数为-3.63%，表明美国财政融资和货币政策之间存在较好的协调配合。但是中国政府部门杠杆率周期和 10 年期中债收益率之间的相关系数仅有 0.48%，这主要是由于短中期看，中国政府部门债务融资很少存在流动性问题，反而是财政债务融资面临赤字率的约束更强一些。

图 5：中国政府部门加杠杆时货币政策的协调配合度较差



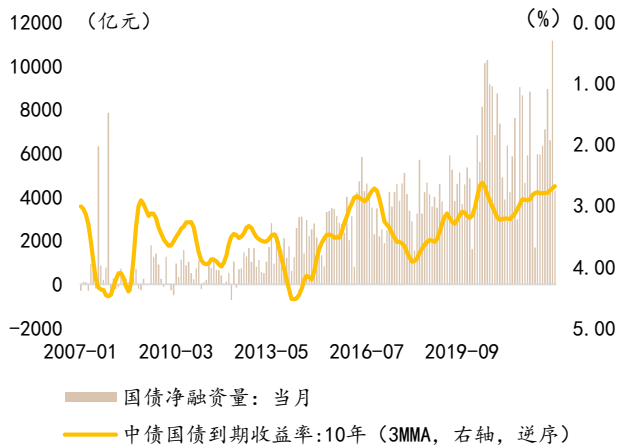
资料来源：Wind，德邦研究所
注：中国政府部门宏观杠杆率使用的是社科院版本。

图 6：美国政府部门加杠杆时货币政策的协调配合较好



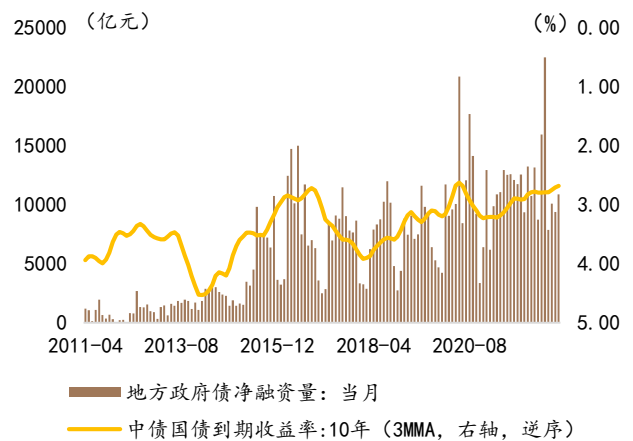
资料来源：Wind，德邦研究所
注：美国政府部门宏观杠杆率使用的是国际清算银行的版本，截至报告撰写日，美国政府部门杠杆率更新至 2022 年一季度末。

图 7：国债：货币政策为财政债务融资维护了低利率环境



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：地方债：货币政策为财政债务融资维护了低利率环境



资料来源：Wind，德邦研究所

货币政策在配合政府债务融资方面维护了较低利率的水平。从月度国债净融资量和 10 年期国债收益率走势来看，两者相关系数达到-40%，而月度地方政府债净融资量和 10 年期国债收益率走势之间的相关系数却达到-59%，也就是说，货币政策在协同政府债券发行方面发挥了较积极的作用。然而由此而来的问题则是：如果货币政策只是从政府债券融资方面协同财政政策，那么货币政策和财政政策均是“逆周期”调节工具，货币政策的“跨周期”作用并不明显。2022 年 7 月 13 日央行官员曾经在金融统计数据新闻发布会上这样表示宏观杠杆率和逆周期政策之间的关系：

“宏观杠杆率是总债务与 GDP 的比率，经济增速放缓会推动宏观杠杆率上升。同时，为应对下行压力，着力稳定宏观经济大盘，进一步部署了稳经济的一揽子措施。这些逆周期的调控政策对债务增长的影响会在当期体现，但对产出的影响相对滞后，因此宏观杠杆率会出现阶段性上升。这既是外部冲击的客观反映，也是逆周期调控政策助力稳定宏观经济大盘的体现”。

从 2020 年开始，货币政策调控作用已经从“逆周期”转为“跨周期”，除了为政府债券融资维持低利率和宽松流动性之外，也应在宏观杠杆率的增减方面协同一致、如臂指使，可正是在配合政府部门加杠杆上，过往的货币政策操作并没有足够彰显“跨周期”的协同效应，由于逆周期政策对经济增速、债务增速的传导影响有先后次序，导致逆周期政策发力对债务增速的提振“立竿见影”可对经济增速的影响较为滞后，参考 2020 年以来财政政策“进入”和“退出”宽松的过程，货币政策也存在“退出略快”和“宽松略慢”的问题。

2020 年宽松财政+宽松货币政策协调：货币政策退出节奏略快。2020 年为了应对疫情冲击，各国纷纷祭出大规模刺激政策，财政政策和货币政策的搭配一度掀起“财政赤字货币化”的讨论。为应对疫情的经济冲击，2020 年 2 月份开始财政政策祭出以“预算赤字率上调、专项债规模扩容、特别国债特别发行”为主的“财政三支箭”，但是由于特别国债的市场化发行和超大规模的财政债务融资集中在 2020 年 5 月份“两会”后的半年内发行，过强的利率债供给密度叠加 5 月份

以后央行引导流动性收敛，资金利率和债券收益率出现显著上行，当时货币政策和财政政策的协同方面货币政策退出节奏略快。

2021 年紧缩财政+宽松货币政策协调：货币政策宽松节奏略慢。度过 2020 年防疫模式之后，宽松的财政政策也有“退出”的需求，2020 年 12 月中央经济工作会议对 2021 年货币政策和财政政策的定调是“精准有效、不急转弯”，保持对经济复苏“必要支持力度”，2021 年财政政策实施了最大幅度的紧缩，2021 年全年财政收入同比增长 10.7%，而财政支出同比增速只有 0.3%，并且财政政策“后置发力”的特征明显。2021 年通过严格控制财政收支，2020 年大幅上行的宏观杠杆率进入“降杠杆”阶段，从 2020 年至 2021 年，宏观杠杆率也是有数据以来最快的一轮加杠杆到去杠杆的周期，并且是通过财政扩张和紧缩来实现的。与此同时，货币政策在 2021 年内基本保持平稳，全年通过“降准”1.0 个百分点和跨年至 2022 年初的“降息”保持了流动性基本平稳，直至 2021 年四季度财政和货币重新转向边际宽松。在协同财政政策退出危机应对状态时，2021 年货币政策没有继续紧缩流动性，并且在 2021 年 7 月份果断开启新一轮“降准”周期，然而随着房地产行业风险的暴露、2022 年疫情反复对经济增长的拖累加剧，货币政策宽松处于“Behind the curve”阶段，在宽松节奏上偏慢。

2.2. 货币政策：基础货币创造方式变迁

从人民银行投放基础货币的主要方式来看，21 世纪以来基础货币的主要投放形式经历了 2 个阶段的变化：(1) 2014 年之前人民银行基础货币的投放主要是以外汇占款的模式，在此过程中，贸易部门积累的外汇储备成为人民银行投放基础货币主要“抵押品”，人民币流动性以“美元”为本位创造供给，当基础货币投放以美元作为主要抵押品时，汇率贬值时外部均衡对货币政策的约束作用增强，限制货币政策的自由空间；(2) 2014 年之后，随着贸易部门出口高增速时代的结束、外汇占款增长放缓，货币政策开始向结构性政策风格转变，先后创设 MLF、PSL 等多种以国债等境内债券为“抵押品”的结构化政策工具，以结构性货币政策工具为基础货币主要投放渠道，赋予货币政策独立性，2014 年-2015 年之后，其他存款性公司债权在基础货币余额中的占比不断提升，但是 MLF 等结构性政策工具

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_48837

