宏观专题

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

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》

《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》

投资要点：

- **债券市场稳定了吗？** 结束“理财产品净值下跌—赎回—进一步下跌”正反馈同样需要央行注入流动性、提振市场信心、缓解资金收紧的压力。本周央行加量逆回购操作，短暂稳定了市场，但是债券市场的紧张和担忧情绪并未消散。

  - **资金供需最宽松的时期或已经过去且大概率一去不复返。**10 月底至 11 月中旬期待的“置换式降准”也没有发生，资金利率或很难再回到二季度至三季度最宽松、票息+杠杆策略最舒适的市场境况。随着财政因素对流动性的支持趋于弱化，资金供需再平衡对债券市场的冲击或还未结束，以 1 年、5 年和 10 年等关键期限和 1 年期 IRS Repo 之间的利差来看，资金供需对短债的冲击或大于对中长端利率的冲击。

- **货币政策操作：或延续“财政化”风格。**

  - **PSL 可以替代 MLF 操作吗？**11 月 15 日央行公告却提示给我们另一条线索：和到期 1 万亿 MLF 相比，MLF 续做时缩量的部分可以由 11 月份以来 PSL 和再贷款工具来填补。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，从这一角度看，货币政策操作或还将延续“财政化”风格。

  - 如果央行的“通胀”担忧成为现实、维持流动性宽松的必要性就会下降。如果金融体系和经济体系走向良好循环，居民存款和企业存款之间循环畅通、居民消费需求回暖而预防性储蓄意愿下降、那么累积的 M2 余额或成为从需求端刺激通胀回升的压力；如果央行担忧的通胀情形成为现实，无论是财政端还是货币端继续维持流动性宽松的必要性就会下降。

- **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影响，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. 货币政策操作风格：继续趋向“财政化”.....3
2. 货币政策的外在约束：通货膨胀风险.....6
3. 债券市场稳定了吗？.....7
4. 风险提示.....8

图表目录

图 1：截至 10 月底，结构性政策工具占基础货币比重回升.....3
图 2：截至 10 月底，MLF 余额缩量、PSL 余额扩量.....3
图 3：截至 10 月底结构性专项再贷款额度.....4
图 4：结构性专项再贷款余额投放节奏偏慢.....4
图 5：企业和居民实际贷款利率继续下滑.....4
图 6：同业存单利率快速向 1 年期 MLF 利率收敛.....4
图 7：以 1Y IRS Repo 作为资金利率及预期的基准，1Y 国债利差继续抬升、5Y 和 10Y 国债利差回落.....7

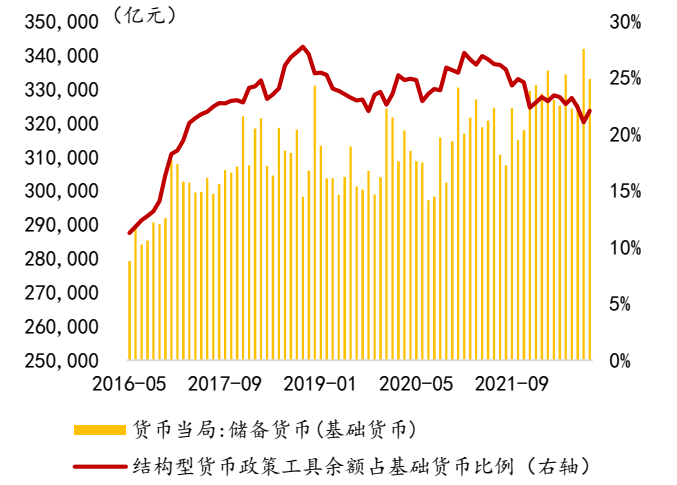
表 1： 2022 年以来三份货币政策执行报告对通胀的表述.....6

本周债券市场出现“利率上行→净值下跌→赎回压力→利率上行”的正反馈，债券市场对货币政策宽松的诉求也在升温。从本周央行货币政策操作来看，除了对全周通过逆回购净投放 3680 亿元 7 天期逆回购稳定短端资金利率之外，周中针对 1 万亿 MLF 的“缩量续作”和第三季度货币政策执行报告透露出更多货币政策的风向。

1. 货币政策操作风格：继续趋向“财政化”

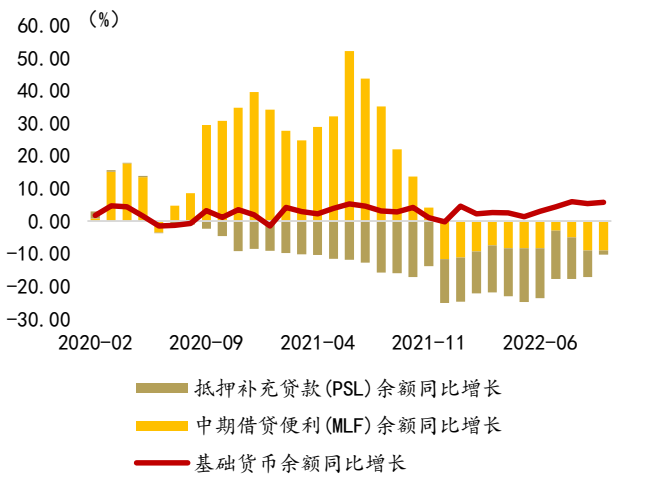
11 月 15 日在央行发布的每月公开市场操作例行公告里，除了开展 8500 亿元中期借贷便利（MLF）操作之外，在末尾还这样写到：“11 月以来人民银行已通过抵押补充贷款(PSL)、科技创新再贷款等工具投放中长期流动性 3200 亿元，中长期流动性投放总量已高于本月 MLF 到期量。”相比于 11 月到期的 MLF“缩量续作”，公告末尾的补充或透露出更多未来货币政策思路的变化。

图 1：截至 10 月底，结构性政策工具占基础货币比重回升



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

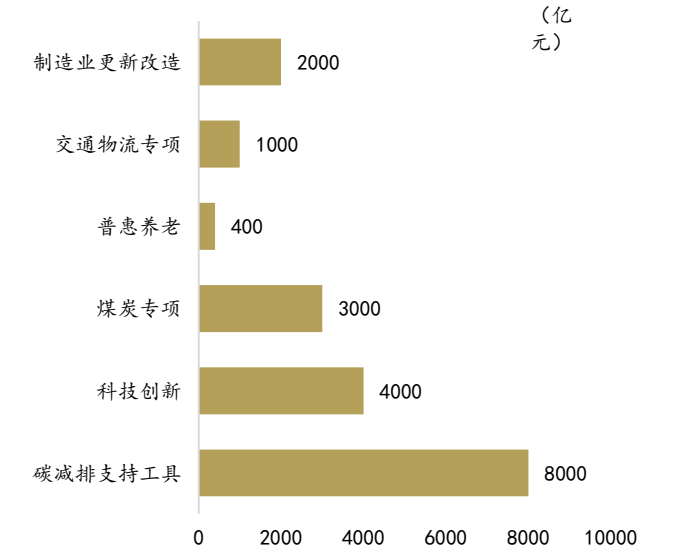


资料来源：Wind，德邦研究所

PSL 可以替代 MLF 操作吗？我们在 2023 年度展望之货币政策篇《总量宽松 狭窄、财政属性鲜明》提到，2020 年以来基础货币投放从 2014 年至 2020 年期间的 MLF 工具为主，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。11 月 15 日央行公告却提示给我们另一条线索：和到期 1 万亿 MLF 相比，MLF 续做时缩量的部分可以由 11 月份以来 PSL 和再贷款工具来填补。但是 PSL 和 MLF 却是不同的货币政策工具：从投放对象来看，抵押补充贷款（PSL）的投放对象是三家政策性银行、中期借贷便利（MLF）则是投向商业银行和政策性银行；从政策作用来看，PSL 是为了支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供的期限较长的大额融资、MLF 是为了调节和引导金融机构向符合国家政策导向的实体经济部门提供

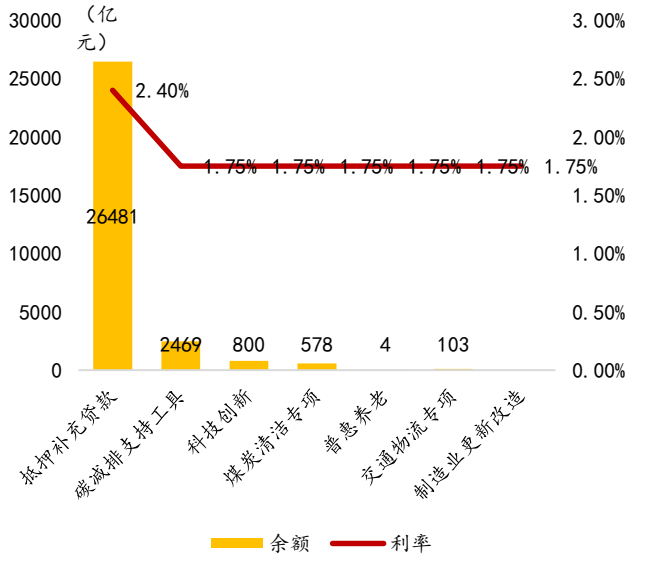
低成本资金，降低社会融资成本。MLF 比 PSL 更具有“普惠性”，也因此 MLF 操作利率成为中期政策利率、标度中期基础货币的“价格”。截至 2022 年 10 月底，（MLF+PSL+SLF）三项结构性政策工具余额占基础货币的比重回升至 22%，比例的上升一方面是由于分子端 PSL 环比增加 1543 亿元；另一方面是分母端基础货币余额环比下降 8878.13 亿元。如果投向政策性银行的 PSL 也能够起到填补中长期流动性缺口的作用，那么存在一种可能性即是随着 PSL 的增量操作，MLF 的操作空间受到限制，中长期流动性的投放愈加带有“定向扶持”的特征，从这一角度看，货币政策操作或还将延续“财政化”风格。在此之外，尽管 11 月份“降准”缺席，但是央行继续通过加码结构性再贷款稳定信贷总量增长，10 月份新增科技创新支持再贷款 2000 亿元，11 月份以来科技创新再贷款投放的流动性也被央行视为对中长期流动性的补充。

图 3：截至 10 月底结构性专项再贷款额度



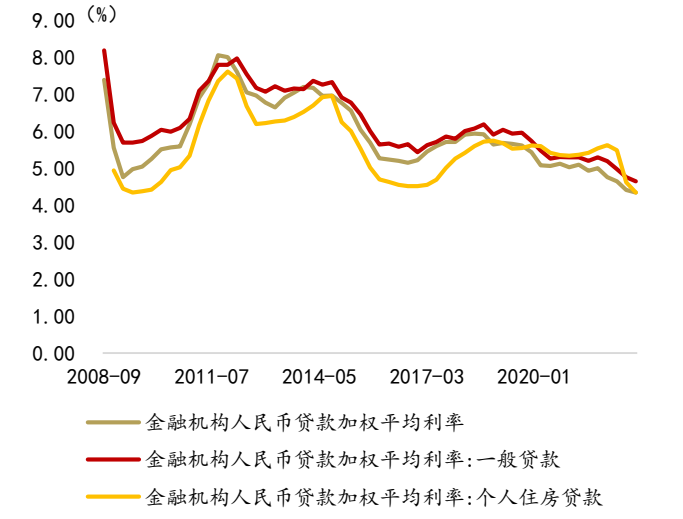
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：结构性专项再贷款余额投放节奏偏慢



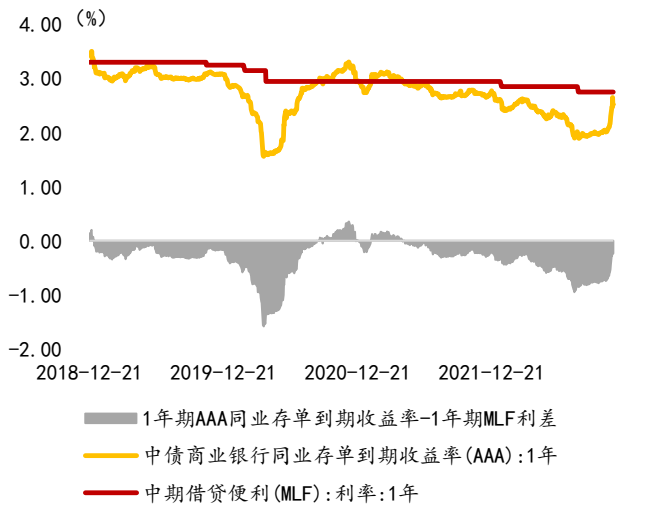
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：企业和居民实际贷款利率继续下滑



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：同业存单利率快速向 1 年期 MLF 利率收敛



资料来源：Wind，德邦研究所

但是从政策导向和实际效果来看，货币政策继续致力于降低实际贷款利率。我们曾经在9月初发布的专题报告《人民币贬值后货政宽松走向何方？》中提出，“从兼顾内外部平衡角度，货币政策的宽松方向受到汇率代表的外部均衡约束增强，继续调降短端利率的空间受到‘稳汇率’的限制，并且流动性供给充裕的条件下，价格型工具的政策效应下降。但是在保持信贷总量稳定增长、降低融资成本的角度来看，贷款利率还有继续压降的空间，三季度及以后货币政策的宽松方向或是‘稳息差、降长端’”。而三季度货币政策执行报告披露的数据显示，居民和企业的实际贷款利率继续下滑，并未受到10月份以来利率重心趋于抬升的影响，过去一段时间货币政策实质上正在“稳息差、降长端”，在人民币汇率增强外部均衡约束的情况下，将货币政策的宽松效应通过结构性政策工具传导下去。四季度货币政策的操作风格或延续“财政化”倾向，尽管债券市场的宽松体感在下降，但是非金融企业部门却能感受到“量”和“价”两方面的流动性呵护。

2. 货币政策的外在约束：通货膨胀风险

2022 年以来的三份货币政策执行报告，对“通胀压力”的关注度逐期递增。二季度货币政策执行报告开辟一个专栏阐述中国经济的结构性通胀压力，在二季度货政报告发布之后，市场倾向于认为“降息”几无可能，我们也从货政报告的表述出发认为货币政策总量宽松空间有限，然而在此之后不及一周，央行就宣布在 8 月 15 日“降息”MLF 和 OMO 政策利率 10bps，带动 LPR 贷款利率和商业银行存款利率挂牌价下调，同时也以“降息”为引线，人民币汇率掀起年内第二次贬值。由于有了二季度货政报告的前车之鉴，三季度货币政策执行报告对通胀的“高度重视”尚没有引起市场对货币政策紧缩的预期。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；三季度货政报告则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”，如果说一季度和二季度报告侧重输入型通胀、供给侧的通胀压力，那么三季度报告开始侧重需求侧、内生性通胀压力。

表 1： 2022 年以来三份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 年三季度货政报告	物价涨幅总体温和，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。

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_49031