

## 少放了三五斗： 当前货币政策的趋向及位置

### 报告要点：

#### ● 仅仅通过 OMO 操作难以看到货币政策全景：

- 1) 在流动性影响因素中，外汇资产、公开市场操作以及财政吞吐这三项对基础货币的影响最为显著；
- 2) 其中，央行的公开市场操作是唯一可以主动调节银行间流动性的手段，央行在制定公开市场操作的投放量时，往往要考虑外汇占款及财政吞吐对流动性的影响；
- 3) 我们很难仅从央行的公开市场操作投放量去把握货币政策。

#### ● 近期央行公开市场操作出现明显缩量，可能是基于对冲的考虑：

- 1) 近期财政投放是非常丰厚的：四月以来，增值税的留抵退税大幅压低了财政收入的增长速度，这导致大量的资金从财政口被投放了出来；
- 2) 外汇占款也存在适度上升可能性：在市场对人民币乐观预期的背景下，商业银行体系积累的大量外汇头寸，可能在近期加速结汇；
- 3) 一个更简单的解释是：季末效应已经过去，央行无必要扩张投放。

#### ● 资金利率比逆回购投放量更加重要：

- 1) 利率是一个结果变量，比起关注央行行为来说，关注利率所得来的判断更加行之有效；
- 2) R007 和 DR007 在经过了一小轮因季末而导致的升高后，近期又重新回到了年内的低位；
- 3) 如果央行的低投放并没有对流动性产生实质性压力的话，央行这次收敛的投放量更可能会基于对冲的考虑；
- 4) 这一轮的央行操作减量，大概率不意味着央行货币政策的转向。

#### ● 探究货币政策的合理水平：

- 1) 这个讨论分为短期和长期两个视角：短期的货币政策依赖于经济的名义增长率的变化，而长期的货币政策的锚应是经济的实际增长率；
- 2) 对于中国来说，经济的预期管理还是非常有效的，宏观层面的净利率和 GDP 增长一直保持着同向关系，而且这个关系近乎于线性；
- 3) 如果从经济增长目标所指代的潜在增长率去考虑资金水平的话，按照今年 5.5% 的 GDP 增速目标推算，R007 的合意位置理应在 1.4% 左右，货币政策依然存在着宽松空间。

#### ● 但当前我们确实面临着一些货币宽松的阻力：

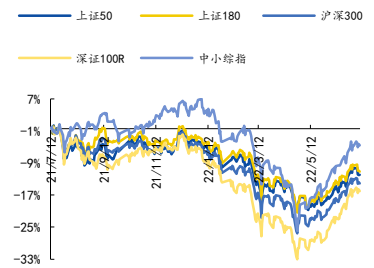
- 1) 欧美货币政策的收紧及国内 CPI 的上升都是货币政策无法充分宽松的原因所在；
- 2) 但这些问题都仅仅是短期问题，一旦这些阻力下降，货币政策还是存在宽松加速的可能性。

风险提示：疫情反复超预期，地缘政治冲突超预期。

### 主要数据：

上证综指：	3356.08
深圳成指：	12857.13
沪深 300：	4428.78
中小盘指：	4393.42
创业板指：	2817.64

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

- 《起风了：6月通胀数据点评》2022.07.09
- 《非典型复苏》2022.06.30

### 报告作者

分析师 杨为敦  
执业证书编号 S0020521060001  
邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn  
电话 021-51097188

## 影响流动性的三个因素

理论上，基础流动性会受到若干因素的影响，在这些流动性的影响因素中，外汇资产（外汇占款）、央行对其他存款性公司债权（逆回购等公开市场操作工具）以及政府存款（财政吞吐）这三项对基础货币的影响要更为显著。如果我们简单分析一下央行的资产负债表，这个结论应该不难得到。

在这三个因素之中，央行的公开市场操作是唯一一个可以主动调节银行间流动性的手段。因此，央行在制定公开市场操作的投放量时，往往要考虑外汇占款及财政吞吐对流动性的影响，譬如，若外汇占款少增，则央行要适当增加逆回购的投放量，以对冲掉外汇占款对流动性的压力；而若财政投放增加，则央行往往会相对减少逆回购的投放规模，以保持流动性的平稳。

照此来看，我们很难仅仅从央行的公开市场操作投放量去把握货币政策。一则在大多时候，我们仅仅知道央行公开市场操作的投放量，却不知道外汇占款及财政投放的客观变化；二则央行的公开市场操作具有鲜明的季节性。每当长假前或季末时，央行往往会因流动性的习惯性收紧而增加投放，而当这些资金紧张的时刻过去后（季度初或节后），央行往往在公开市场上会把此前多投放的流动性回笼掉。

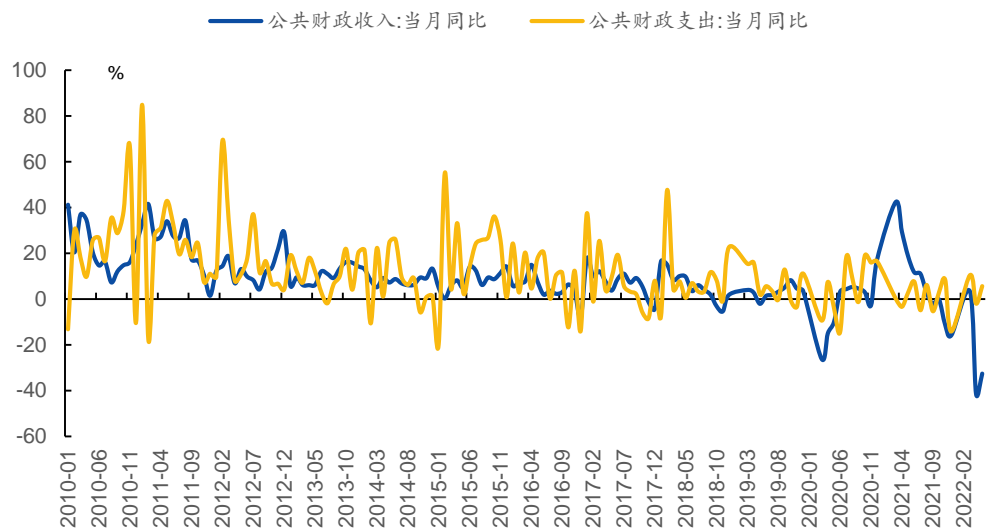
那么，如果要了解流动性或货币政策的全景，仅仅通过 OMO 操作是难以得出准确结论的。

## 央行收缩投放的几个解释

近期央行公开市场操作出现了明显的缩量，但除了货币政策的从紧之外，还存在一些对冲性的解释。

首先，可以肯定的是近期的财政投放是非常丰厚的。自今年四月以来，增值税的留抵扣退税大幅压低了财政收入的增长速度，这导致大量的资金从财政口被投放了出来。如果财政对流动性的贡献明显增加的话，央行通过公开市场操作以维持流动性充裕的必要性的确是在减弱的。

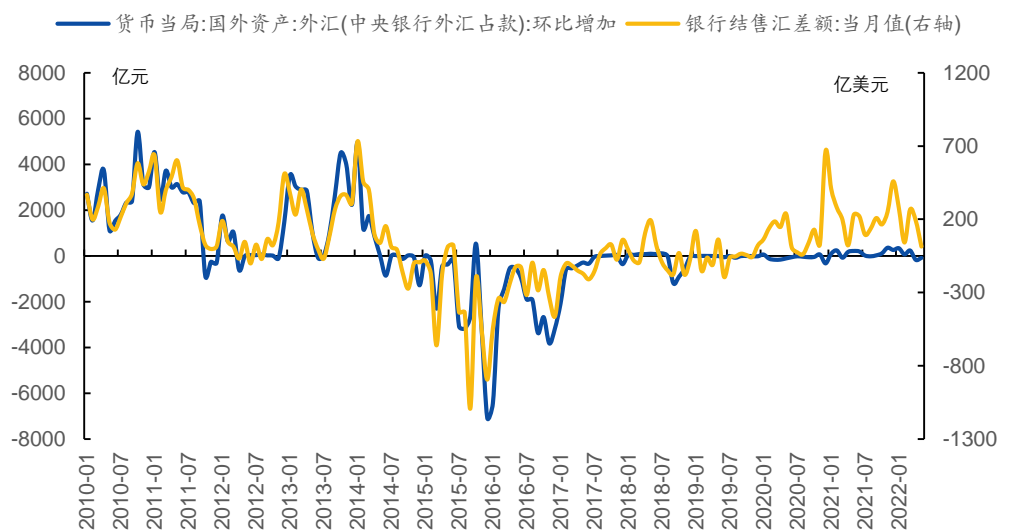
图 1：近期的财政投放是非常丰厚的



资料来源：wind，国元证券研究所

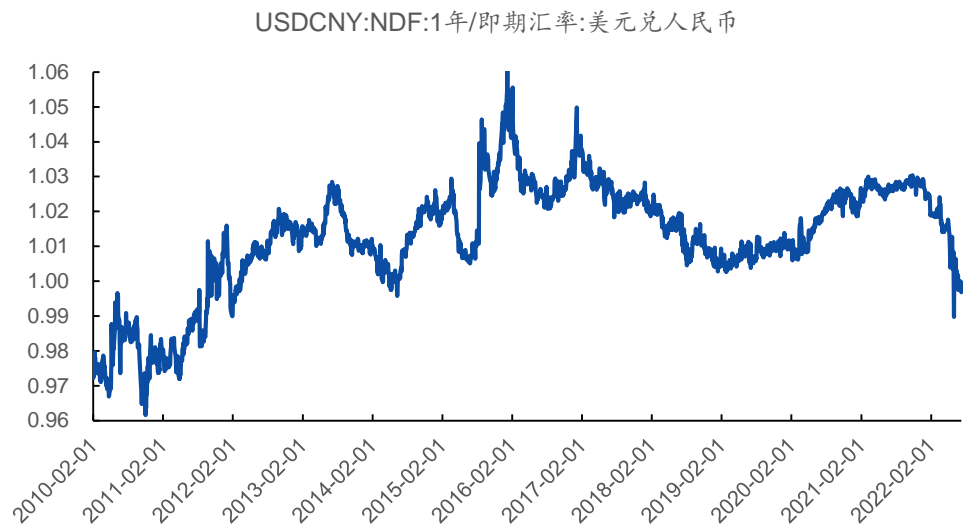
其次，外汇占款在近期也有适度上升的可能性。在 2020 年之后，银行结售汇顺差和央行的外汇占款之间出现了一个明显的裂口：银行结售汇顺差的中枢有所上抬，但央行外汇占款却一直呈极低速增长的状态。这意味着：在 2020 年之后，商业银行体系积累了大量的外汇头寸，且没有及时结汇。而今年以来，这些外汇头寸是有可能加速结汇的，其背景是：市场对人民币的预期非常乐观，NDF 的贴水率不断下降，如果预期和头寸的条件都存在，外汇占款是存在适度充裕的可能性的。

图 2：外汇占款在近期存在适度上升的可能性



资料来源：wind，国元证券研究所

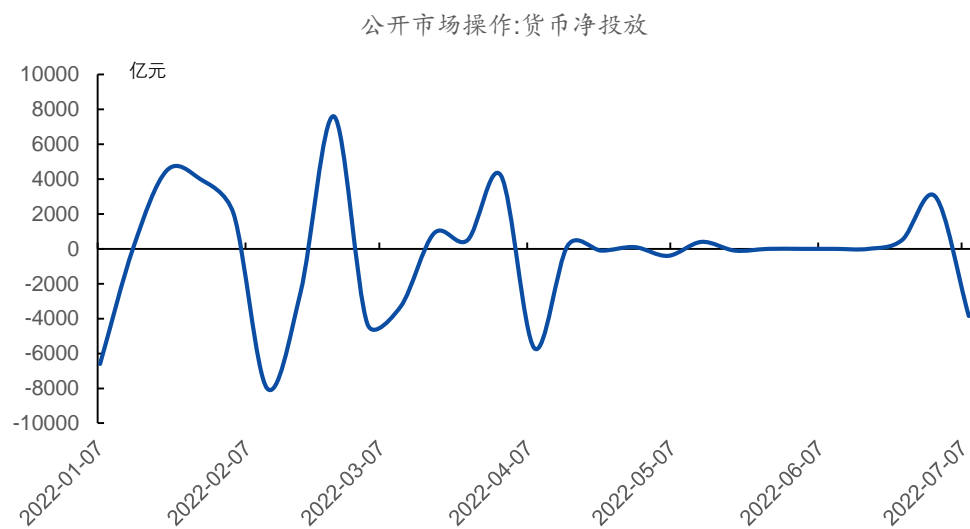
图 3: NDF 的贴水率不断下降



资料来源: wind, 国元证券研究所

再者，一个更简单的解释是：季末效应过去了，央行自然无必要扩张投放。其实，自今年四月初以来，央行的公开市场操作就进入了无欲无求的状态，其每周的公开市场操作无论收放，幅度都不会超过 400 亿，甚至在 5 月下旬至 6 月中旬这连续四周的时间里，公开市场操作每周的净投放连续为 0。只是在进入 6 月下旬后，为了应付季末压力，央行净投放了 3500 亿元，那么，在季末用钱高峰过去后，央行自然可能通过低投放把这 3500 亿资金悉数回笼。

图 4: 四月初以来，央行的公开市场操作就进入了无欲无求的状态



资料来源: wind, 国元证券研究所

## 利率揭示的信号

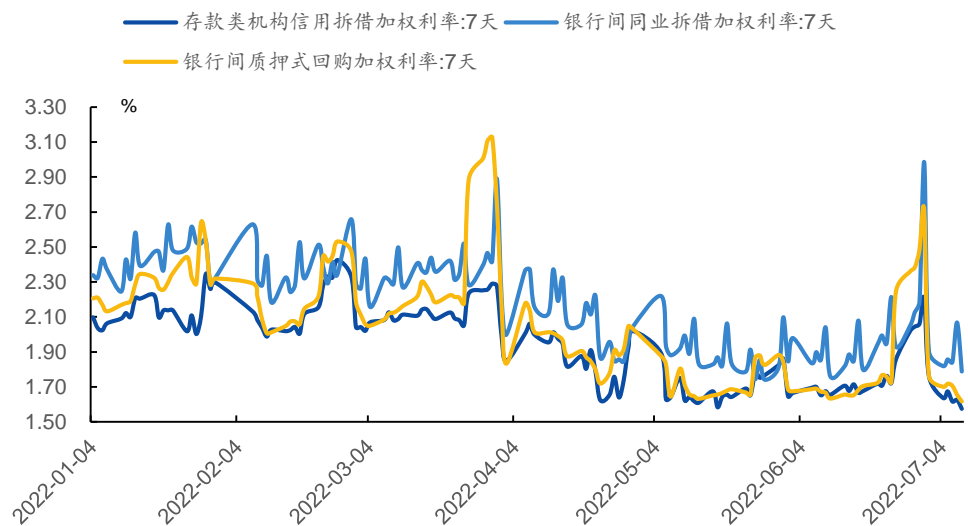
央行的低投放究竟是出于对冲的考虑，还是出于货币政策转向的考虑，我们可以通过观测利率去寻求更准确的答案。经验上，比起关注央行行为来说，关注利率所得来的判断要更加行之有效，毕竟，利率是一个结果变量，只要在没有大量窗口指导的状态下，利率可以非常及时地反映市场上流动性变化。

其实，当前大多短端利率都是下降的。R007 和 DR007 在近期都出现了大幅下降，二者在经过了一小轮因季末而导致的升高后，又重新回到了年内的低位；当然，也有的利率提供了不一样的信号，比如同业拆借利率在近期出现了一些上升。在这些利率之中，我们重点观察 R007 及 DR007 就好，对于无抵押物的同业拆借利率来说，在税期到来或月末到来之前，出现相对剧烈的波动本就正常。

如果央行的低投放并没有对流动性产生实质性压力的话，央行这次收敛的投放量更可能会基于对冲的考虑。当前，央行究竟是基于季末因素的去，还是外汇占款或财政投放的上升去收缩 OMO 操作，我们尚无法得出准确定论。但从 6 月末上升的利率水平和近期低迷的财政收入来看，也许财政的充分投放和季末效应的过去推动了这一轮 OMO 操作的明显收缩。

但无论如何，这一轮的央行操作减量，大概率不意味着央行货币政策的转向。

图 5：当前大多短端利率都是下降的



资料来源：wind，国元证券研究所

## 探究货币政策的合理水平

从古至今，对于货币政策应该在一个什么水平运行算合理，已经出现过数不胜数的讨论。

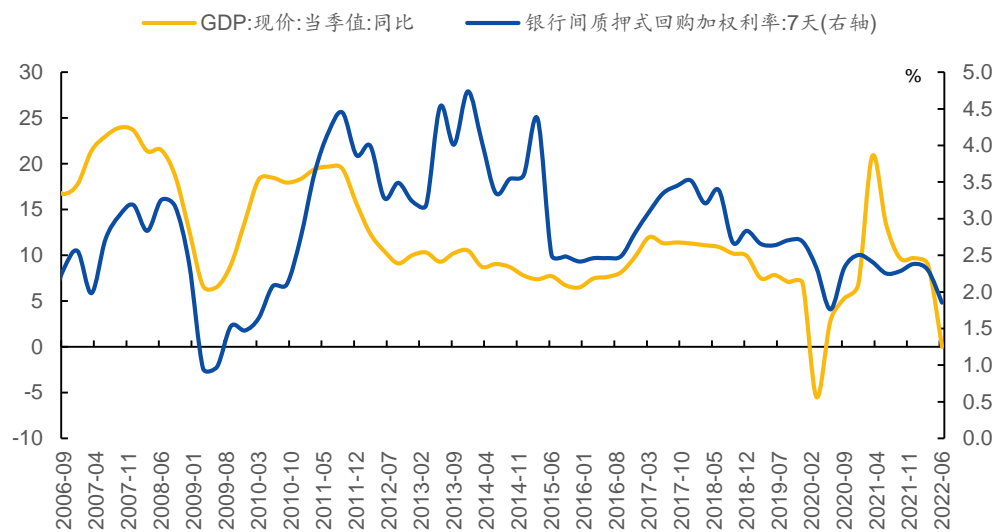
当然，给货币政策估值，离不开历史研究，对每个国家来说，其历史上的利率大致

的波动区间，应该都是本国央行通过不断试错探索出来的。

我们目前能做的，就是基于历史的利率水平，去探究现在合理的利率变化，当然，这个讨论也分短期及长期两个视角。短期的货币政策依赖于经济的名义增长率的变化，而长期的货币政策的锚应是经济的实际增长率。

就短期来说，除了经济增长之外，通货膨胀也是货币政策的重要考虑，当通胀向上时，我们的货币政策就应相应调紧，而当通胀向下时，货币政策可以更多考虑经济基本面，这是大多数经济体货币政策遵行的法则。于是，短期的流动性水平便与名义增长率（实际增长率+通货膨胀率）相关。

图 6：，短期的流动性水平便与名义增长率相关



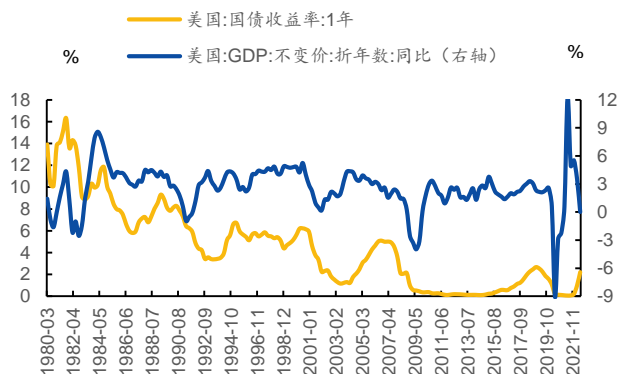
资料来源：wind，国元证券研究所

但如果从长期的视角看，货币政策是只有经济增长这一个目标的。之所以长期的货币政策可以不考虑通货膨胀，是因为在经济增长发展充分且不会长期受到行政干预的假设之下，通货膨胀是不可能和经济增长长期背离的，那么，在充分长的时间之内，人民收入和物价水平自然可以达到基本平衡，而不会被长期扭曲。那么，长期的货币政策应该和经济的潜在增长率非常相关。

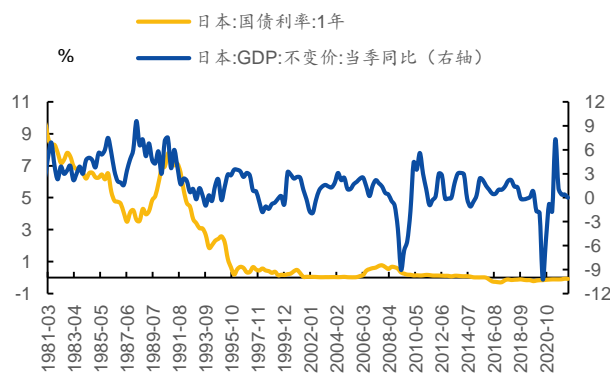
对于西方国家来说，我们在探索利率的合理水平时，一个难点是：利率与潜在增长率只存在协整关系，但不一定存在线性关系。具体来说，随着经济发展越来越充分，经济的吸水性会明显下降。这时，我们也许要通过越来越低的利率水平，才能把经济增长稳定在同一位置，那么，整个利率水平随着经济增长的下降应该会呈明显下偏之势。纵观西方经济体的历史，都呈现出一个利率水平相对经济增长率剧烈下降的过程。如果我们要对这些国家判断货币政策的合理水平的话，靠线性思维得出的结论应是不准确的。

图 7：美国利率水平相对经济增长率出现显著下降

图 8：日本利率水平相对经济增长率出现剧烈下降



资料来源：wind，国元证券研究所



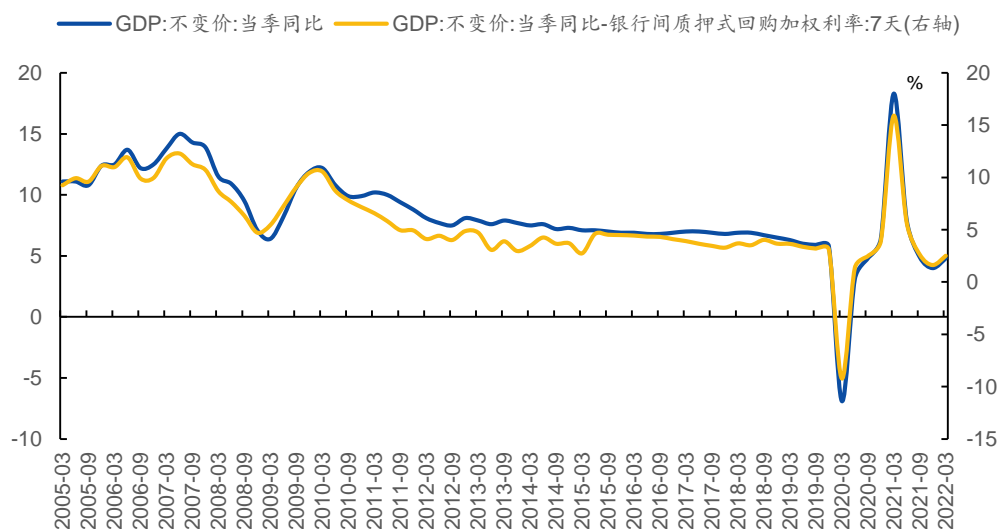
资料来源：wind，国元证券研究所

但对于中国来说，这个计算要更加简单一些。

首先，对于中国来说，线性思维依然适用，中国还没有到那种需要无休止的超额宽松才能稳住经济增长的程度。如果我们去观察 GDP 和 R007 之间的剪刀差的话（GDP 相当于经济的回报率，R007 在某种程度上代表了资金成本，二者相减意味着宏观层面的净利率），可以看到这个剪刀差和 GDP 增长一直保持着同向关系，而且这个关系近乎于线性。

这个现象代表着，当前经济的预期管理还是非常有效。在经济衰退时，其实我们的货币政策是杯水车薪的，我们的货币政策还没有把利率压到足够低的程度（宏观层面的净利率抬升）时，整个经济已经应声企稳。这意味着，虽然在经济转势时，金融层面还没有向实体让利，实体在政策宽松的发令枪下，已经率先开启了一轮资本开支，并把整个回报率带到更高的位置。

图 9：GDP 和 R007 剪刀差和 GDP 增长一直保持着同向关系

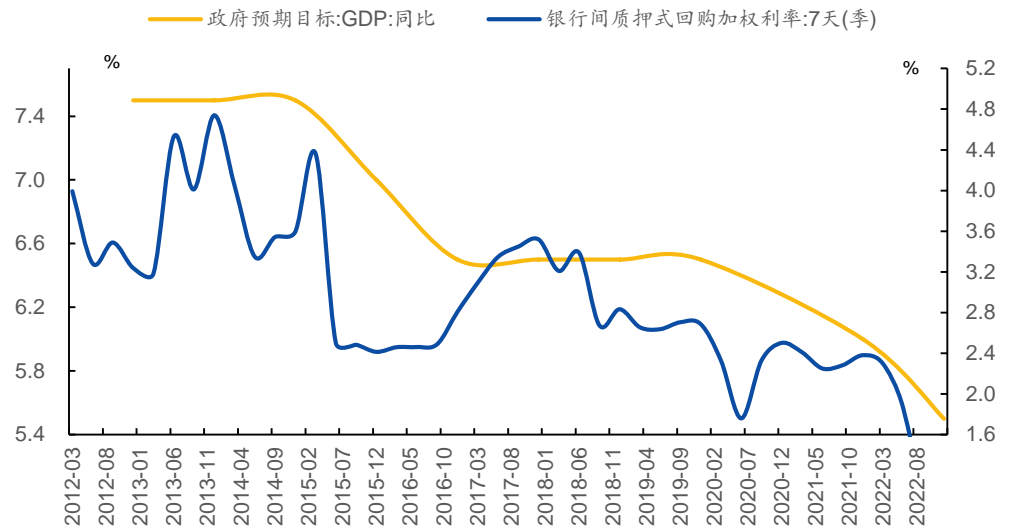


资料来源：wind，国元证券研究所

其次，如果不考虑中国为了稳住经济所执行的额外宽松空间的话，那中国的潜在增长率就是利率的一个更有效的锚。关于潜在增长率的估算方法问题，现今的一个主流思维是对 GDP 做 HP 滤波，但我们认为更简洁有效的观察角度是：我们可以观测历年我们的经济增长目标，这个目标不但可以粗略代表潜在增长率的走势，还可以部分代表政策的主张及力度。

如果从经济增长目标所指代的潜在增长率去考虑资金水平的话，在过去十年间，可以看到我们潜在增长率每每下移 1 个百分点，R007 的中枢水平会下移 130 个 bp 左右，那么，按照今年 5.5% 的增速目标去推算的话，我们的 R007 的合意位置理应在 1.4% 左右，这意味着，即使我们在今年看到流动性的显著宽松，但比起持续下降的经济增长中枢来说，我们的货币政策是依然存在宽松空间的。

图 10：潜在增长率每每下移 1 个百分点，R007 的中枢水平会下移 130 个 bp 左右



资料来源：wind，国元证券研究所

当然，就现在的环境来说，我们确实存在着一些货币宽松的阻力。欧美货币政策的收紧及 CPI 的上升前景都可能会成为货币政策无法充分展开拳脚的原因所在。但我们必须承认，这些问题都仅仅是短期问题，一旦这些阻力下降，货币政策还是存在宽松加速的可能性。况且，当前即使存在这些问题，货币政策也还是迎难而上，走在坚定宽松的道路之上。



## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188