

央行扩表是宽松吗？

宏观研究 · 专题报告

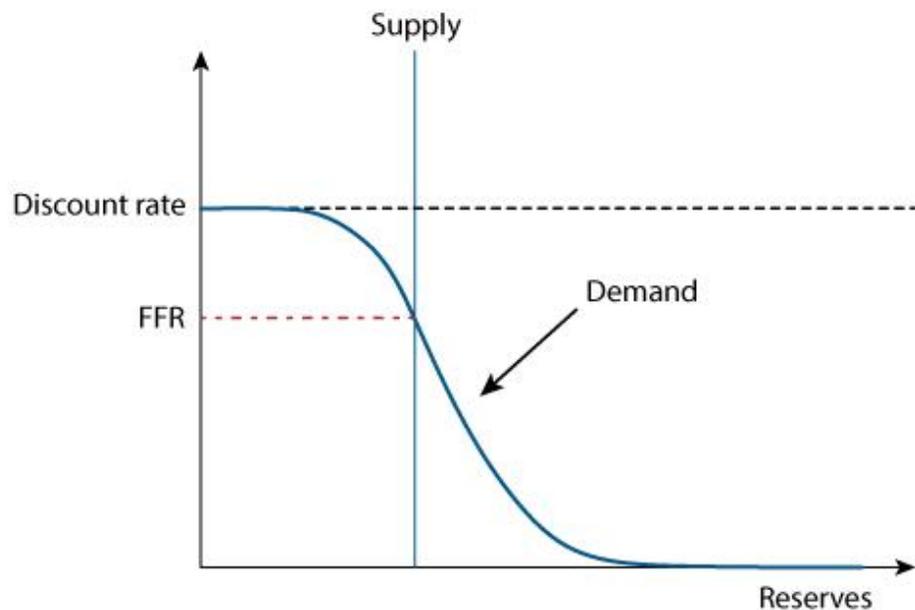
证券分析师：董德志
021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S098051310001

联系人：田地
0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn

- [01] 印象：从美联储说起
- [02] 框架：我国央行的政策工具与影响
- [03] 实证：三次背离
- [04] 小结：宽松不必然等于扩表

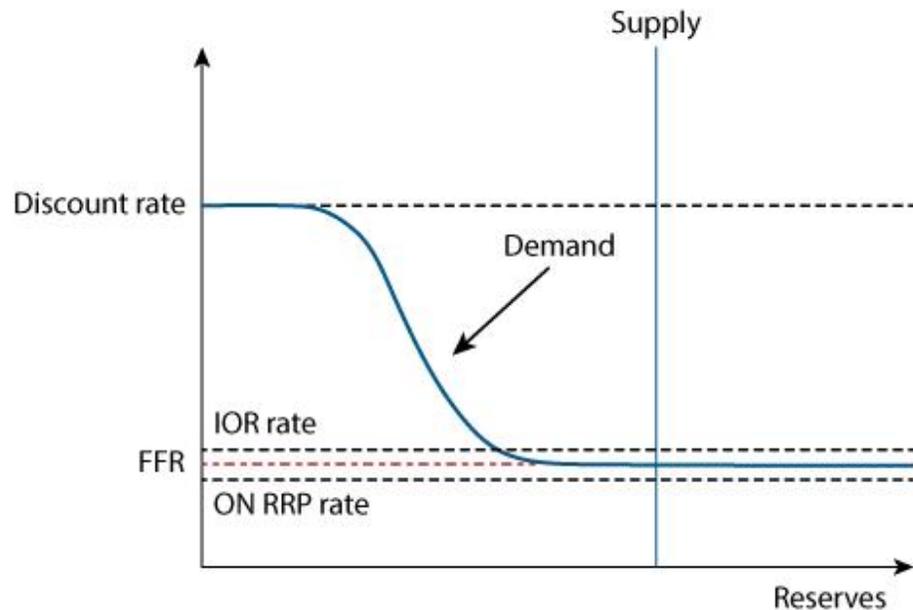
- 次贷危机爆发后，美联储提前完成了从数量型向价格型政策框架的切换
- 在价格型框架下，央行操作的直接抓手是价格：政策立场通过直接设定政策利率体现
 - 但有趣的是，随着量化宽松等非常规货币政策工具的启用，美联储资产规模与政策取向的一致性反而更加凸显
- 数量型与价格型框架的核心差异在于准备金规模
 - 稀缺准备金体系 vs 充裕准备金体系

图1：稀缺准备金体系



资料来源：Fed，国信证券经济研究所整理

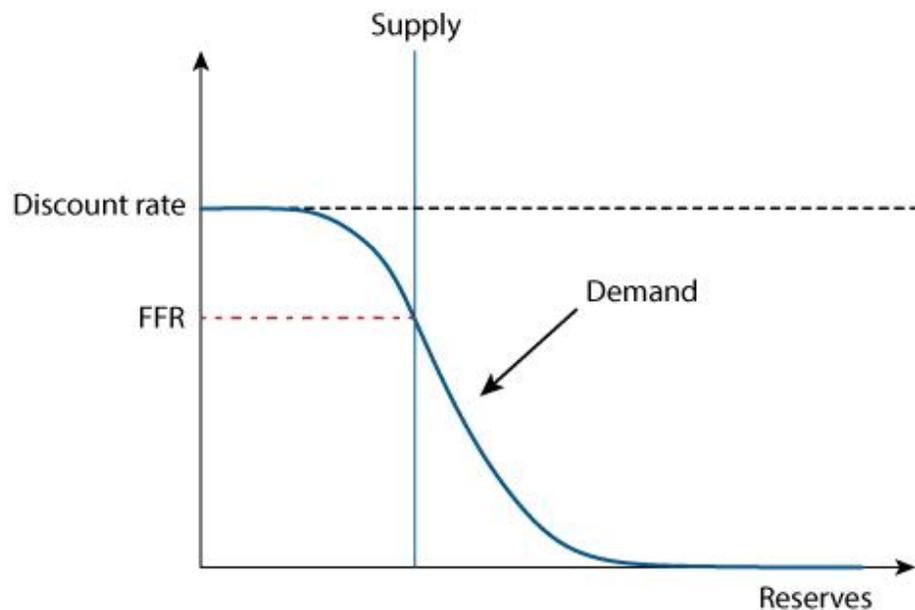
图2：充裕准备金体系



资料来源：Fed，国信证券经济研究所整理

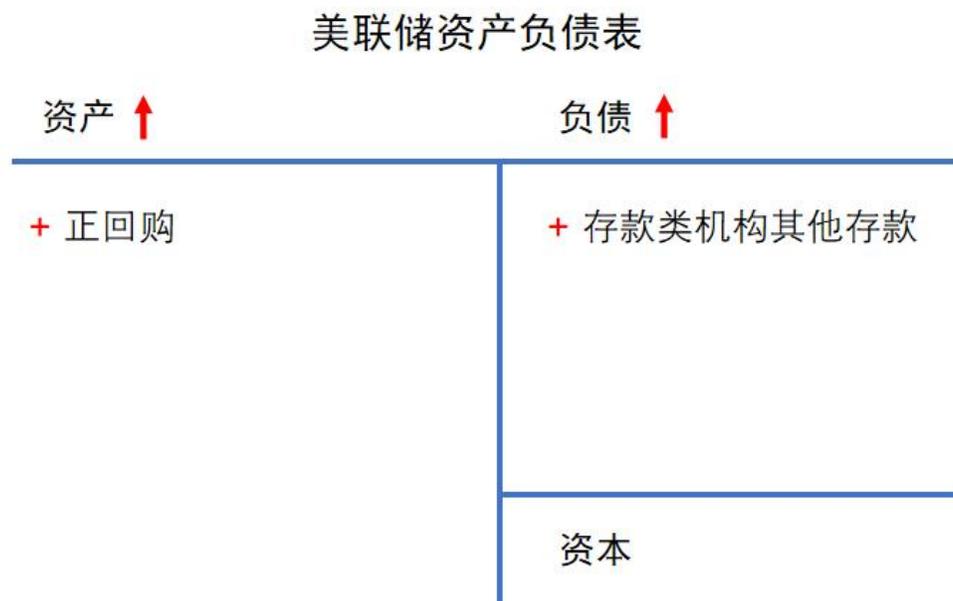
- 2008年以前，美联储实际控制的指标是准备金规模，“以量引价”间接管理利率
 - 通过维持基础货币的稀缺性，掌握资金定价主动权
 - 利率对资金数量存在较为敏感的反向关系，纽约联储通过每天的公开市场操作“微调”资金存量与利率，将实际联邦基金利率维持在目标区间内
- 工具：美联储主要通过正/逆回购管理短期流动性，但事实上美联储政策立场难以明显体现在其资产负债表规模变化上
 - 由于超额准备金余额常年位于200亿美元附近，一般情况下较小幅度的资金规模调整即可有效管理利率
 - 市场对于“近乎拥有无限能力”的美联储的敬畏

图3：稀缺准备金体系



资料来源：Fed，国信证券经济研究所整理

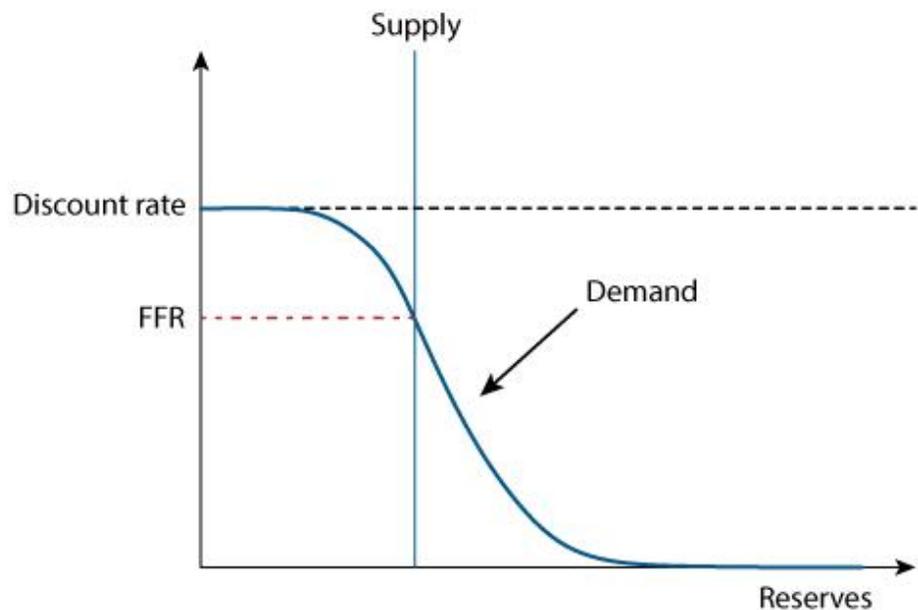
图4：美联储正回购对资产负债表的影响



资料来源：国信证券经济研究所绘制

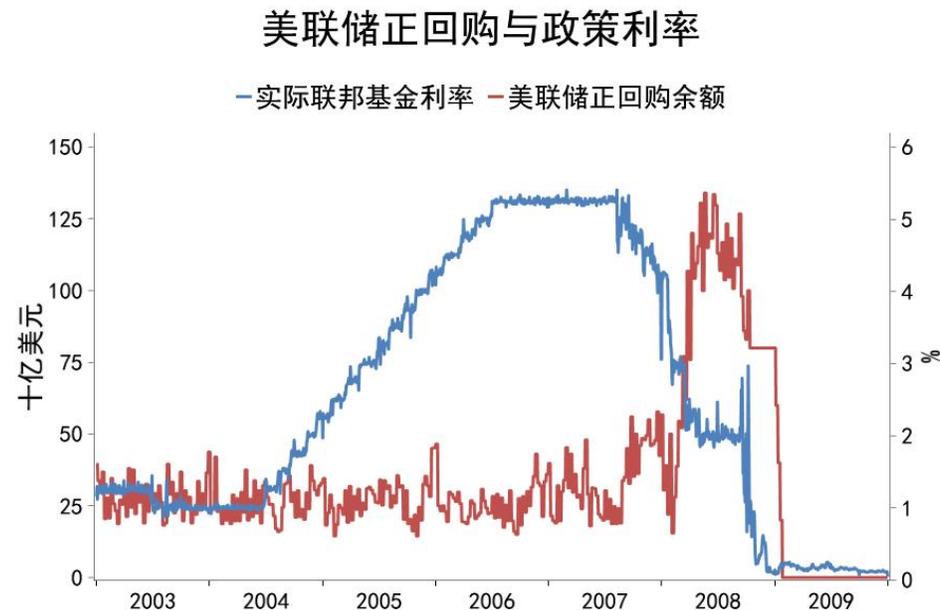
- 2008年以前，美联储实际控制的指标是准备金规模，“以量引价”间接管理利率
 - 通过维持基础货币的稀缺性，掌握资金定价主动权
 - 利率对资金数量存在较为敏感的反向关系，纽约联储通过每天的公开市场操作“微调”资金存量与利率，将实际联邦基金利率维持在目标区间内
- 工具：美联储主要通过正/逆回购管理短期流动性，但事实上美联储政策立场难以明显体现在其资产负债表规模变化上
 - 由于超额准备金余额常年位于200亿美元附近，一般情况下较小幅度的资金规模调整即可有效管理利率
 - 市场对于“近乎拥有无限能力”的美联储的敬畏

图5：稀缺准备金体系



资料来源：Fed，国信证券经济研究所整理

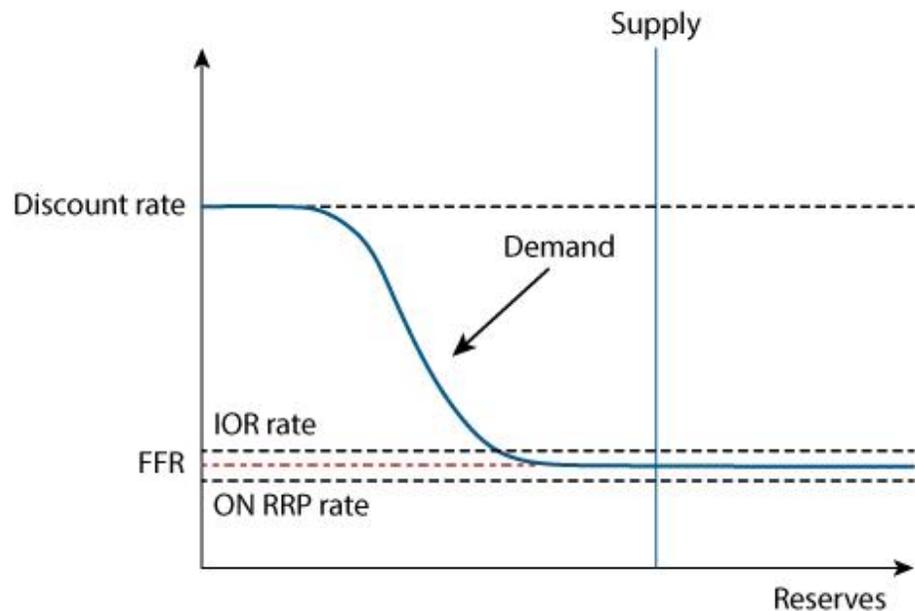
图6：数量型操作时期，美联储立场与资产规模变化相关性有限



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

- 次贷危机爆发后，美联储释放的超额流动性使政策框架转型成为可能
 - 2008年底，超额准备金规模跳升至8200亿美元，由于流动性不再稀缺，利率对资金数量不再敏感
- 工具：美联储设定IOR（准备金利率）和ON RRP（隔夜逆回购利率）两个管理利率
 - 直接引导联邦资金利率以IOR为锚，ON RRP为底，在两者形成的“走廊”间波动，完成了从数量型向价格型框架的转型
 - 更为严格的说法是形成了一个“双底”（Floor-with-Subfloor）系统，IOR并不构成联邦基金利率上限的硬约束，事实上也曾经数次被击穿，例如2019年的“回购危机”

图7：充裕准备金体系



资料来源：Fed，国信证券经济研究所整理

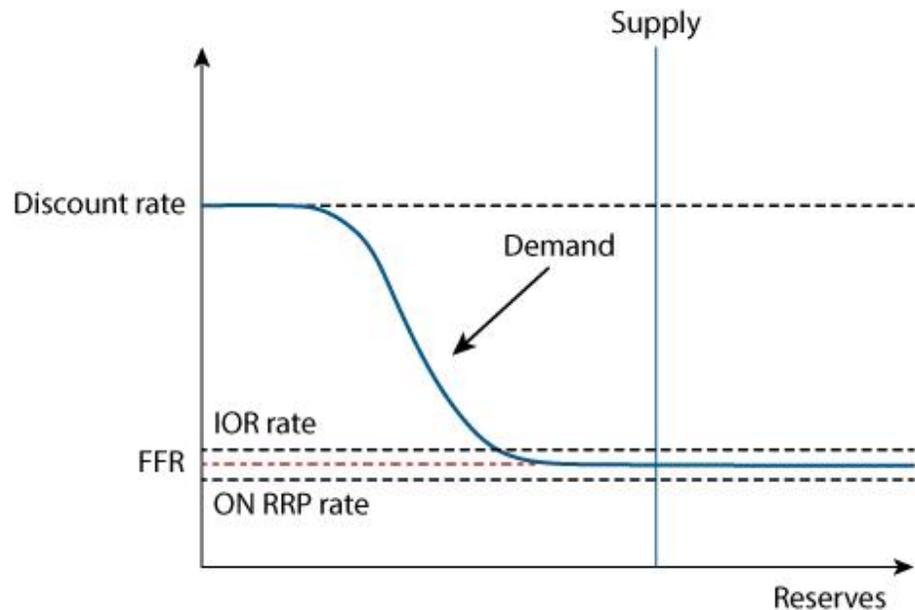
图8：2008年后准备金规模跳升



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

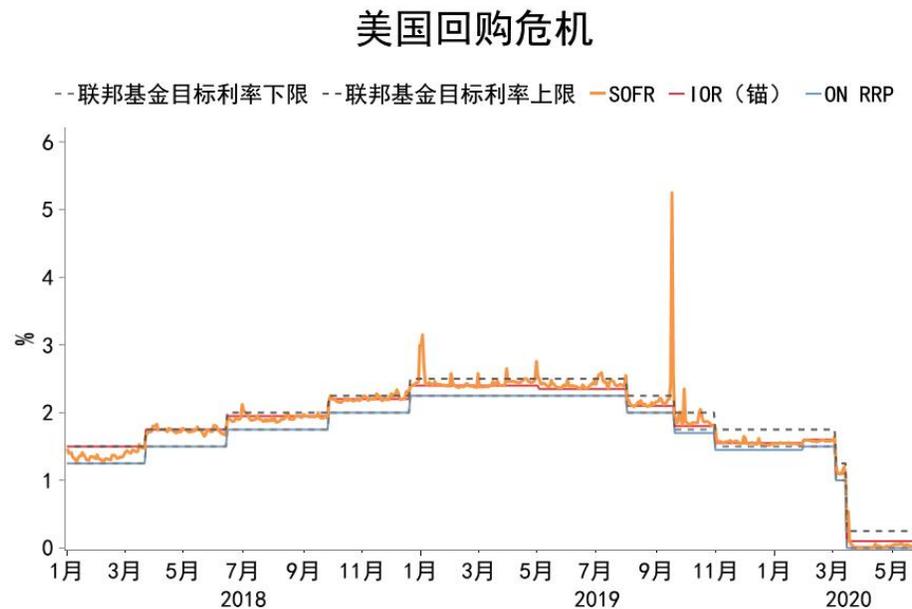
- 次贷危机爆发后，美联储释放的超额流动性使政策框架转型成为可能
 - 2008年底，超额准备金规模跳升至8200亿美元，由于流动性不再稀缺，利率对资金数量不再敏感
- 工具：美联储设定IOR（准备金利率）和ON RRP（隔夜逆回购利率）两个管理利率
 - 直接引导联邦基金利率以IOR为锚，ON RRP为底，在两者形成的“走廊”间波动，完成了从数量型向价格型框架的转型
 - 超额流动性与套利是核心
 - 更为严格的说法是形成了一个“双底”（Floor-with-Subfloor）系统，IOR并不构成联邦基金利率上限的硬约束，事实上也曾经数次被击穿，例如2019年的“回购危机”

图9：充裕准备金体系



资料来源：Fed，国信证券经济研究所整理

图10：2019年“回购危机”

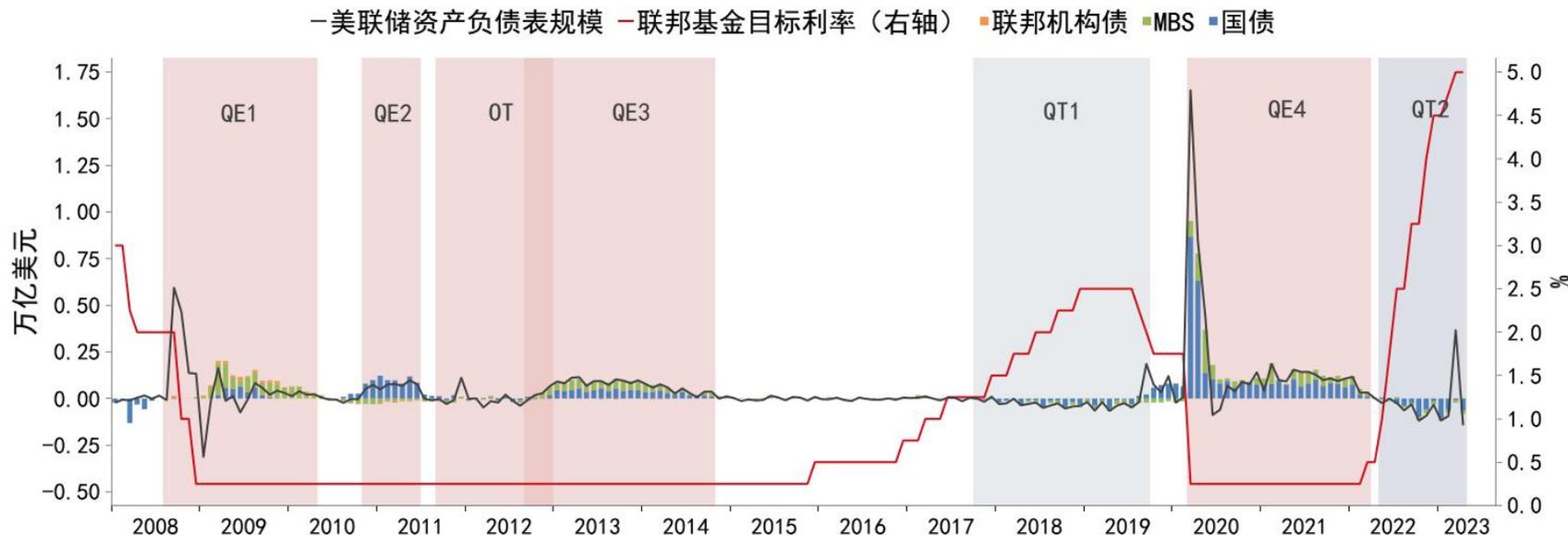


资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

- 转向价格型之后的美联储，资产负债表规模变化还反映政策立场吗？
 - 危机时期，政策利率工具受限于“零利率下限”约束，能够提供的宽松力度有限，需要非常规工具“加码”
 - 包括量化宽松和一系列创新型政策工具
 - 价格型框架下的美联储，其操作已经不受制于超额流动性规模的约束
 - 一系列非常规政策工具的启用下，美联储的资产负债表的扩张与收缩也成为了执行货币政策的重要手段，美联储的政策意图充分现在了其资产负债表的变化上
- 次贷危机至今，美联储共开展了两轮共计4次量化宽松，以及两轮缩表，与政策立场变化高度吻合

图11：美联储量化宽松与政策立场

美联储量化宽松一览



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

- [01] 印象：从美联储说起
- [02] 框架：我国央行的政策工具与影响
- [03] 实证：三次背离
- [04] 小结：宽松不必然等于扩表

人民银行：资产负债表的构成

- 根据IMF《货币金融与统计手册》原则编制，并非传统会计意义上的资产负债表
- 主要构成
 - 资产占比超5%：外汇（占52.8%）、对其他存款性公司债权（占33.4%）、其他资产（占6.45%）
 - 负债占比超5%：其他存款性公司存款（占52.7%）、货币发行（占26.9%）、政府存款（占比10.9%）、非金融机构存款（占5.6%）
- 影响因素包括：主动因素（政策操作）和被动因素（外生变量）

图12：中国人民银行资产负债表概览（2023年4月）

科目	规模	占比	科目	规模	占比
资产	(亿元)	(%)	负债	(亿元)	(%)
一、国外资产	231338.37	56.06	一、储备货币	351668.92	85.22
（一）外汇	217895.06	52.80	（一）金融性公司存款	217622.83	52.74
（二）货币黄金	3385.10	0.82	1. 其他存款性公司存款	217622.83	52.74
（三）其他国外资产	10058.21	2.44	2. 其他金融性公司存款		
二、对政府债权	15240.68	3.69	（二）货币发行	110903.21	26.88
（一）其中：中央政府	15240.68	3.69	（三）非金融机构存款	23142.88	5.61
三、对其他存款性公司债权	137902.30	33.42	二、不计入储备货币的金融性公司存款	6492.51	1.57
四、对其他金融性公司债权	1562.72	0.38	三、发行债券	1000.00	0.24
五、对非金融性部门债权			四、国外负债	1503.96	0.36
六、其他资产	26610.13	6.45	五、政府存款	44984.57	10.90
			六、自有资金	219.75	0.05
			七、其他负债	6784.49	1.64
总资产	412654.20	100	总负债	412654.20	100

资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

- 我国货币政策处于数量型向价格型转型的过程中
 - 政策工具箱同时包括数量和价格型工具，一些工具如MLF同时发挥数量和价格的双重作用
- 常用工具包括：公开市场操作（OMO）、中期借贷便利（MLF）、存款准备金、结构性政策工具、政策利率

图13：中国央行主要政策工具

类型		货币政策工具	备注
数量型工具	总量	公开市场操作	包括回购交易、现券交易、中央银行票据、短期流动性调节工具（SLO）等
		中期借贷便利（MLF）	提供中期基础货币的货币政策工具，对象为符合宏观审慎管理要求的存款类金融机构，通常采取质押方式发放
		法定存款准备金	“三档两优”基本框架
		借贷便利工具	定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）、临时流动性便利（TLF）
	结构	再贷款、再贴现	支农、支小、民营企业 “先贷后借”
		直达实体结构性政策工具	普惠小微、碳减排、科技创新、交通物流等 14 项阶段性工具 “先贷后借”
价格型工具	总量	政策利率	MLF、逆回购操作利率
			存贷款基准利率
	结构		TMLF、再贷款利率等

资料来源：中国人民银行，国信证券经济研究所整理

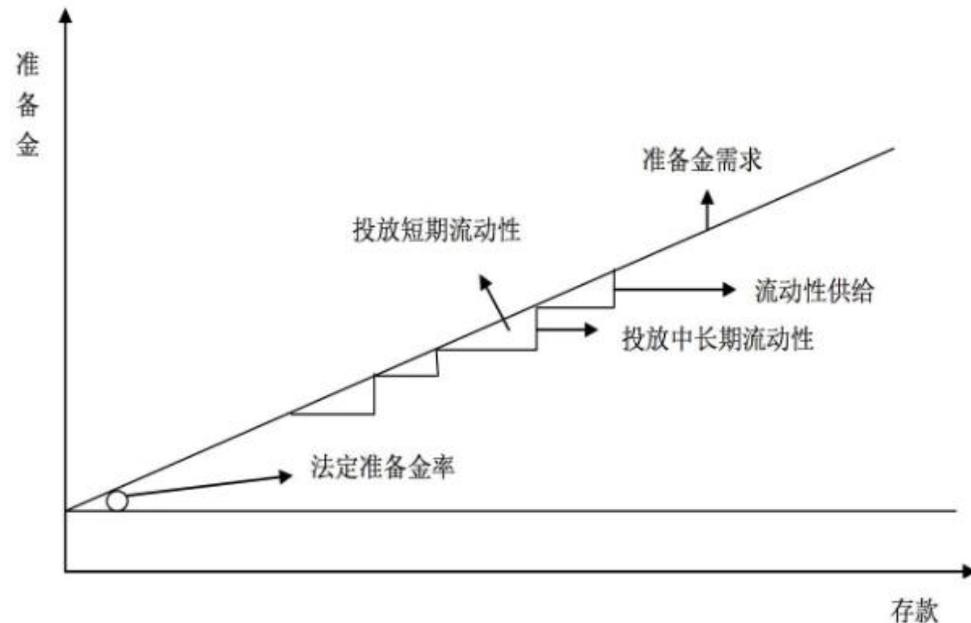
- 公开市场操作与中期借贷便利（MLF）是央行投放基础货币最为常用的渠道
- 在央行当前“结构性流动性短缺”框架下，OMO与MLF有明确分工：
 - MLF是流动性的“树干”：补充中长期流动性
 - OMO是流动性的“枝叶”：熨平MLF投放间的流动性波动

图14：央行公开市场投放基础货币导致扩表

人民银行资产负债表	
资产 ↑	负债 ↑
+ 对其他存款性公司债权	+ 其他存款性公司存款

资料来源：国信证券经济研究所绘制

图15：央行“结构性流动性短缺”框架



资料来源：《结构性流动性短缺的货币政策操作框架》¹，国信证券经济研究所整理

- 二者所影响的央行资产负债表科目基本一致
 - 公开市场操作使央行政策取向与资产规模同向变化，即央行释放流动性对应增加资产规模、回笼流动性对应减少资产规模
 - 对其他存款性公司债权科目的环比变动能解释央行总资产变动的91.57%（2018年以来）
 - 逆回购和MLF的净投放能解释央行总资产环比变动的73.36%（2018年以来）

图16：“结构性流动性短缺”框架下逆回购存在明显季节性特征

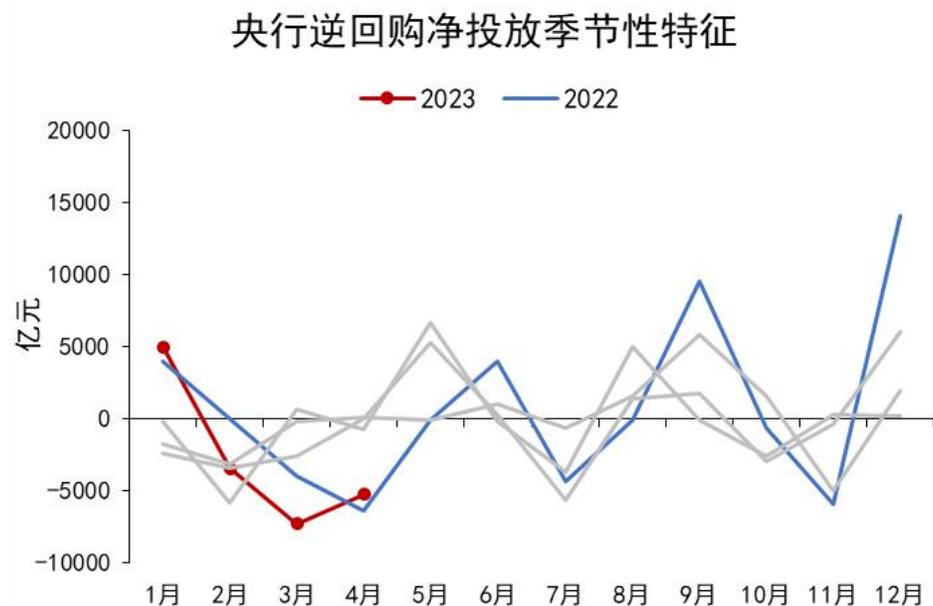
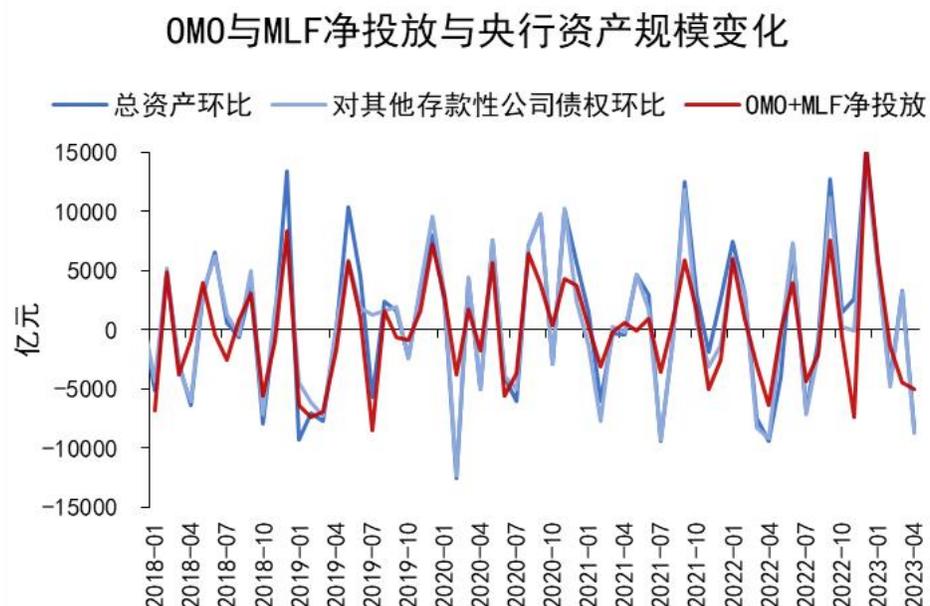


图17：公开市场操作是当前央行资产负债表变化的最主要原因



- 调整法定存款准备金率是央行控制长期流动性的有效方式
- 降准将以法定存款准备金形式“冻结”的基础货币释放，有两个宽松效果
 - 增加广义货币派生：同样数量的准备金将派生更多广义货币，即提高货币乘数，历史上的历次降准大多伴随着货币乘数的增加
 - 降低资金成本：通过将法准“解冻”（ $1.27\% = 1.62\% - 0.35\%$ ）置换MLF（ $2.4\% = 2.75\% - 0.35\%$ ），降低金融机构资金成本
- 降准并不额外投放基础货币，因此并不会导致扩表
 - 如果用降准置换MLF，甚至可能导致缩表，释放相反信号

图18：央行降准改变负债结构，但不影响资产负债表总规模

人民银行资产负债表

资产	负债
	+ 其他存款性公司存款 (超储)
	- 其他存款性公司存款 (法准)

资料来源：国信证券经济研究所绘制

图19：降准有助于推升货币乘数

法定存款准备金与货币乘数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 结构性工具在央行的工具箱中承担愈发重要的作用
 - 精准滴灌、杠杆放大的特点，是“精准有力”政策基调下实施货币政策的重要抓手
- 结构性政策兼具总量与结构双重功能
 - 总量：**本质是再贷款**，基础货币投放的重要渠道，截至3月末6.82万亿，占银行准备金超过3成（31.3%）且在持续上升
 - 结构：建立激励相容机制，将央行资金与金融机构对特定领域的信贷投放挂钩，有助于引导改善信贷结构
- 结构性工具对央行资产规模的影响与公开市场操作差异不大：结构性工具投放力度上升导致扩表，**但信号意义有区别**
 - 需要关注“先借后贷”特征，以及“杠杆放大”效应

图20：商业银行贷款创造存款

商业银行资产负债表	
资产 ↑	负债 ↑
+100 对非金融机构债权	+100 对非金融机构负债

资料来源：国信证券经济研究所绘制

图21：再贷款也是基础货币投放的重要渠道，导致央行扩表

人民银行资产负债表	
资产 ↑	负债 ↑
+60 对其他存款性公司债权	+60 其他存款性公司存款

资料来源：国信证券经济研究所绘制

- 结构性工具在央行的工具箱中承担愈发重要的作用
 - 精准滴灌、杠杆放大的特点，是“精准有力”政策基调下实施货币政策的重要抓手
- 结构性政策兼具总量与结构双重功能
 - 总量：**本质是再贷款**，基础货币投放的重要渠道，截至3月末6.82万亿，占银行准备金超过3成（31.3%）且在持续上升
 - 结构：建立激励相容机制，将央行资金与金融机构对特定领域的信贷投放挂钩，有助于引导改善信贷结构
- 结构性工具对央行资产规模的影响与公开市场操作差异不大：结构性工具投放力度上升导致扩表，**但信号意义有区别**
 - 需要关注“先借后贷”特征，以及“杠杆放大”效应

图22：“补回”基础货币后，商业银行可以再扩表

商业银行资产负债表

资产 ↑	负债 ↑
+100 对非金融机构债权	+100 对非金融机构负债
+60 准备金存款	+60 对中央银行负债
+300 对非金融机构债权	+300 对非金融机构负债

资料来源：国信证券经济研究所绘制

图23：商业银行再扩表可能导致“螺旋放大”闭环

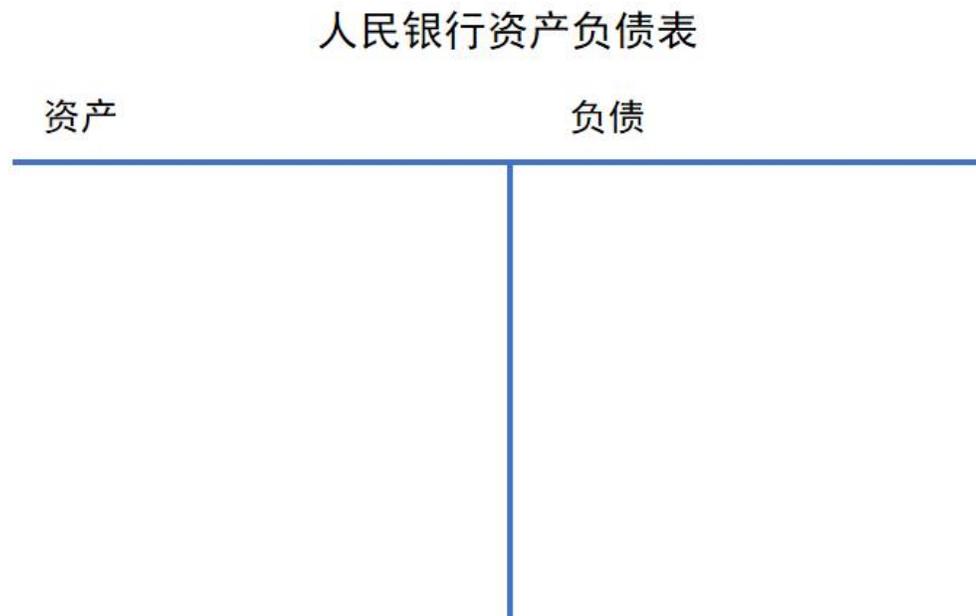
人民银行资产负债表

资产 ↑	负债 ↑
+60 对其他存款性公司债权	+60 其他存款性公司存款
+180 对其他存款性公司债权	+180 其他存款性公司存款

资料来源：国信证券经济研究所绘制

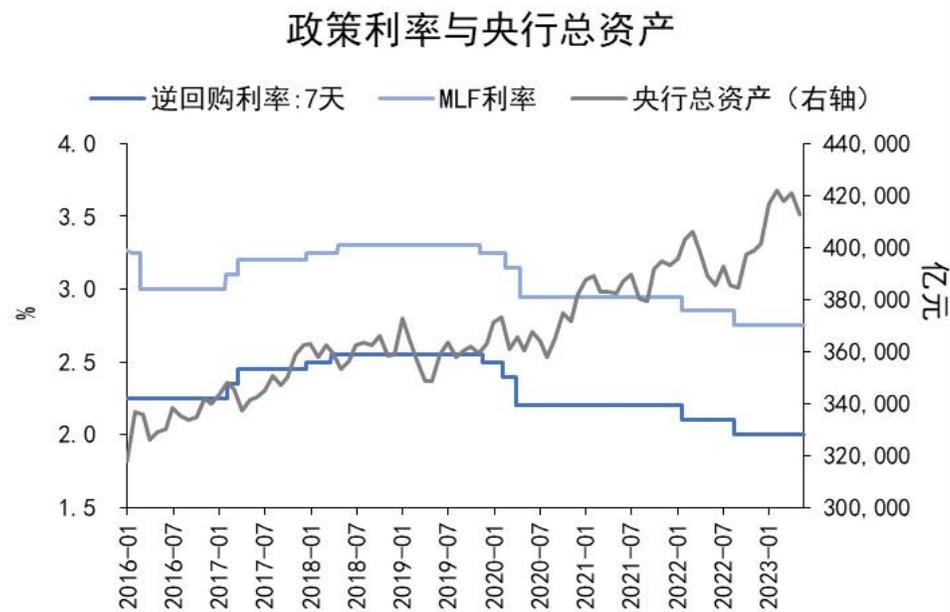
- 作为价格型货币政策工具的政策利率不会直接反映在央行资产负债表上
 - 会间接刺激信贷需求，增加法定准备金规模和基础货币需求，推动央行扩表
 - 但最终仍需通过前述渠道（公开市场、MLF、降准、再贷款）投放

图24：政策利率不直接映射央行资产负债表科目



资料来源：国信证券经济研究所绘制

图25：政策利率与央行资产相关性有限

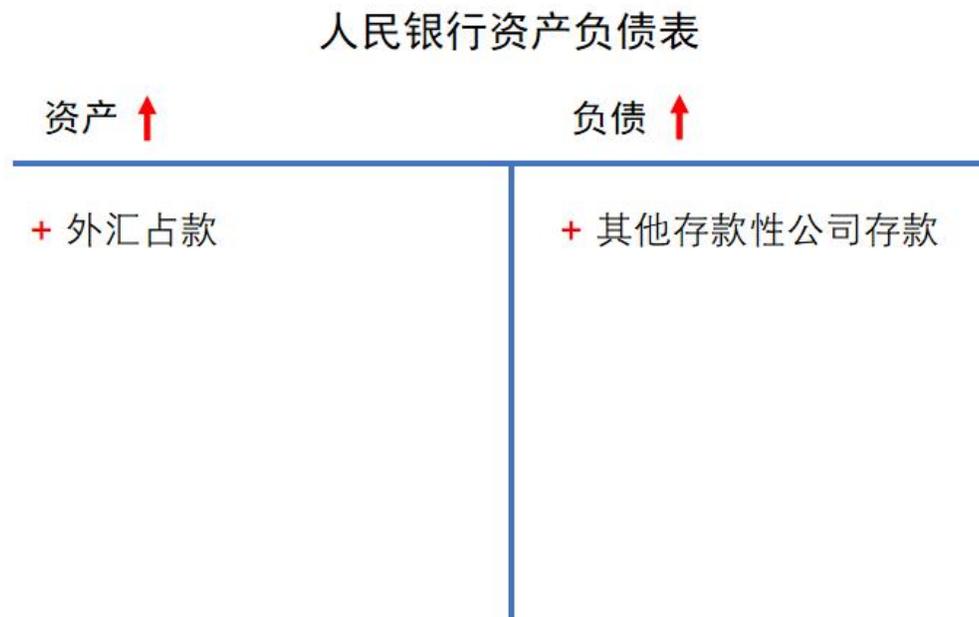


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 央行资产规模的变化并非全部出于主动的货币政策调控，外生变量的改变也会造成央行资产规模的被动变化
- 影响最为显著的外生变量包括：
 - 外汇占款
 - 央行利润
 - 财政收支
- 这三项的累积均会导致央行被动扩表，但这部分央行资产的变化并不能反映央行货币政策的方向

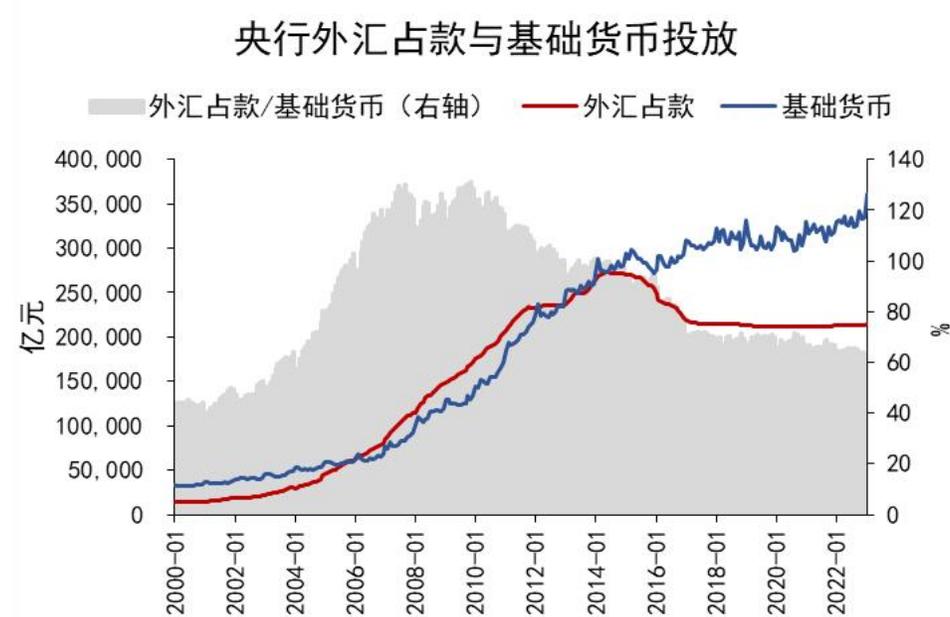
- 2015年前基础货币投放的最主要渠道
 - 2002年随着中国WTO，外向型经济取得长足发展，“双顺差”格局加“强制结汇”使外汇占款在央行的资产负债表中举足轻重
 - 2001年末我国外汇占款科目余额为1.89万亿元，截止2014年该科目余额已达27.07万亿元，占央行总资产的80.0%
- 与政策取向出现背离：为争取主动权，央行通过提升存款准备金率、发行央票、正回购等手段回收超额流动性
 - 2006年7月至2008年6月，央行连续19次升准，将法定存款准备金率从7.5%提升至17.5%
 - 2010年1月至2011年6月，央行再度升准12次，将法定存款准备金提升至21.5%的历史高位

图26：外汇占款上升增加基础货币投放，央行被动扩表



资料来源：国信证券经济研究所绘制

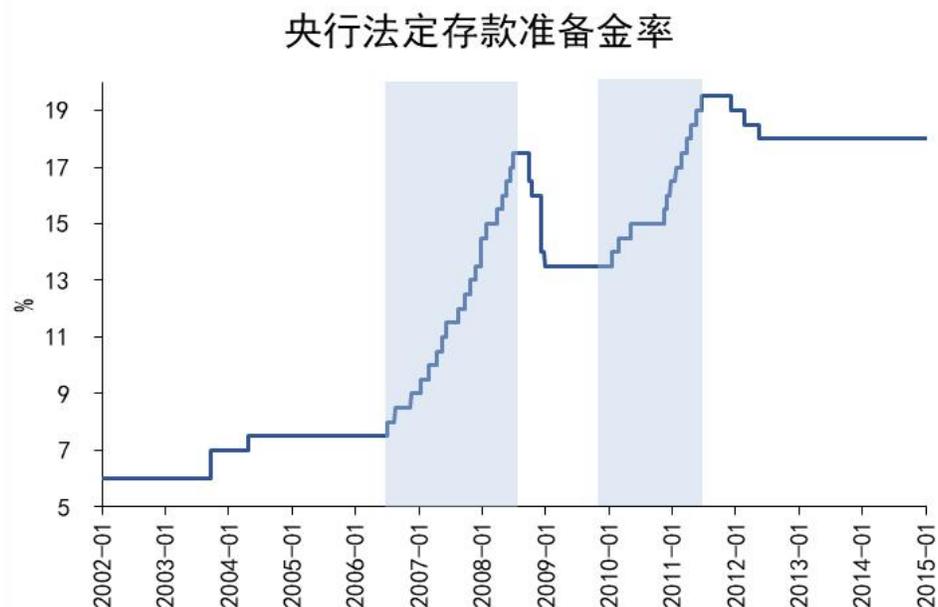
图27：2015年前，外汇占款是基础货币投放的主要驱动



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

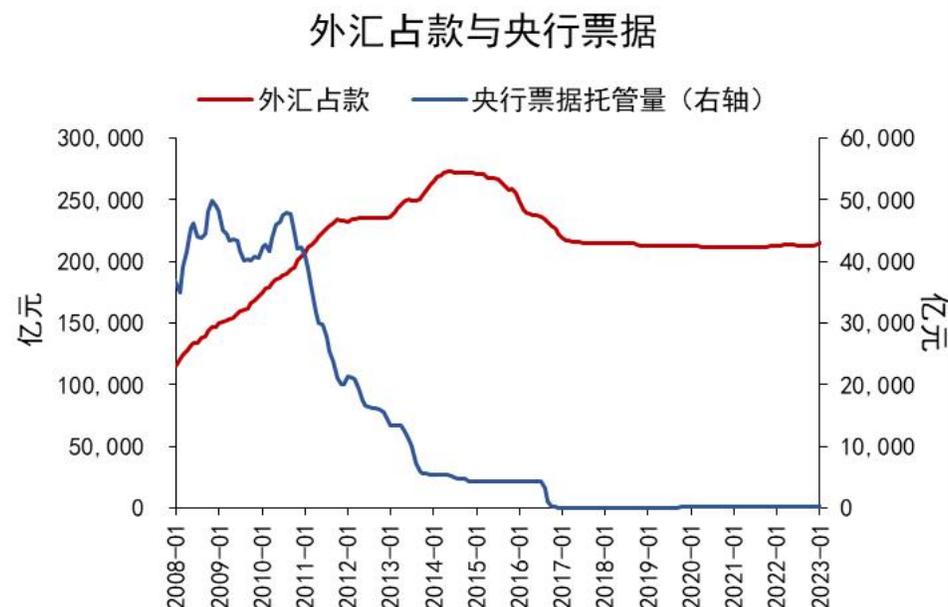
- 2015年前基础货币投放的最主要渠道
 - 2002年随着中国WTO，外向型经济取得长足发展，“双顺差”格局加“强制结汇”使外汇占款在央行的资产负债表中举足轻重
 - 2001年末我国外汇占款科目余额为1.89万亿元，截止2014年该科目余额已达27.07万亿元，占央行总资产的80.0%
- 与政策取向出现背离：为争取主动权，央行通过提升存款准备金率、发行央票、正回购等手段回收超额流动性
 - 2006年7月至2008年6月，央行连续19次升准，将法定存款准备金率从7.5%提升至17.5%
 - 2010年1月至2011年6月，央行再度升准12次，将法定存款准备金提升至21.5%的历史高位

图28：央行两轮大规模升准，管理外汇占款释放的超额流动性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

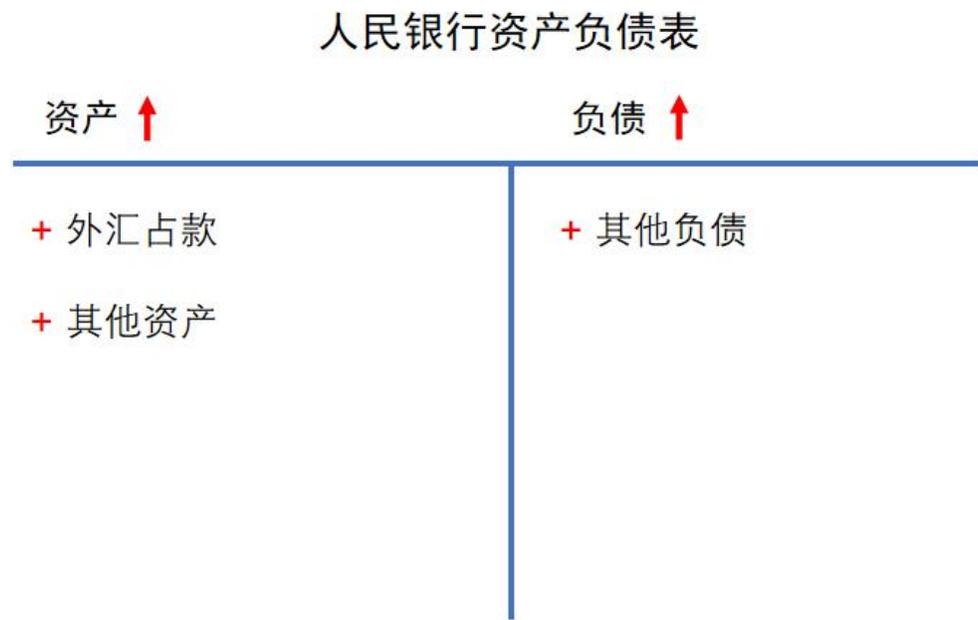
图29：发行央票也是央行应对外汇占款上升的重要手段



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 尽管主观上没有盈利的意愿，但央行在履行职能过程中创造的利润不容忽视，这部分利润的累积将增加央行的资产规模
- 根据《中国人民银行财务制度》央行利润等于收入减去支出
 - 央行的三项收入，分别是利息收入、业务收入和其他收入
 - 央行的六项支出则包括利息支出、管理费支出、事业费支出、固定资产构建支出和其他支出

图30：被动盈利也导致央行扩表



资料来源：国信证券经济研究所绘制

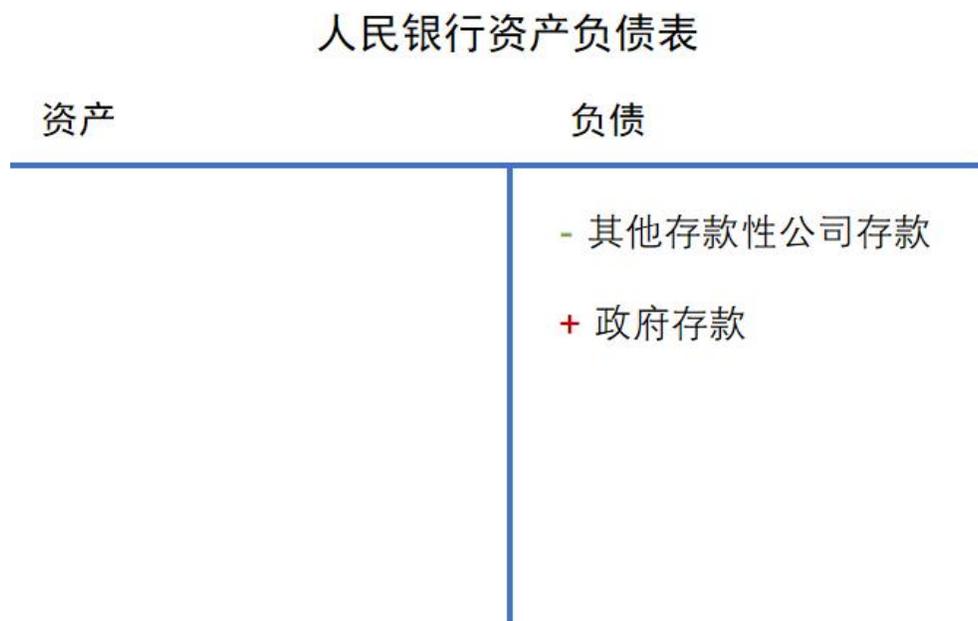
图31：央行的利润可能“藏于”其他负债科目中



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

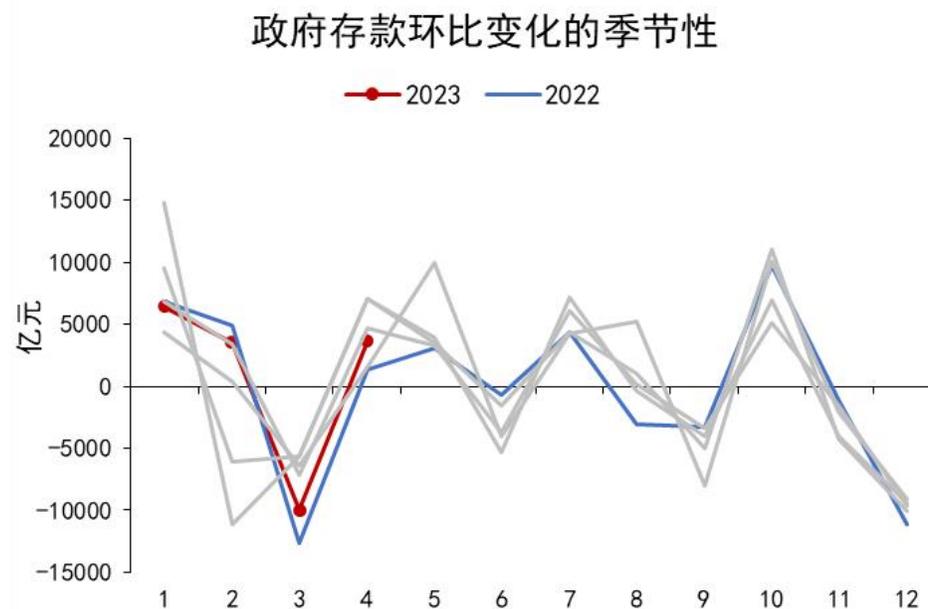
- 财政收支直接影响央行资产负债表中的政府存款科目，引发央行负债结构变化，进而影响基础货币规模
 - 变动的主要原因包括政府税收、财政支出、债券发行等行为，不体现央行的货币政策意志
- 财政收支具有明显的季节性，导致政府存款科目出现季节性波动
 - 季初税收高增（主要税种增值税、企业所得税、消费税等），政府存款边际扩张
 - 季末财政支出发力，政府存款边际收缩

图32：财政收支改变央行负债结构



资料来源：国信证券经济研究所绘制

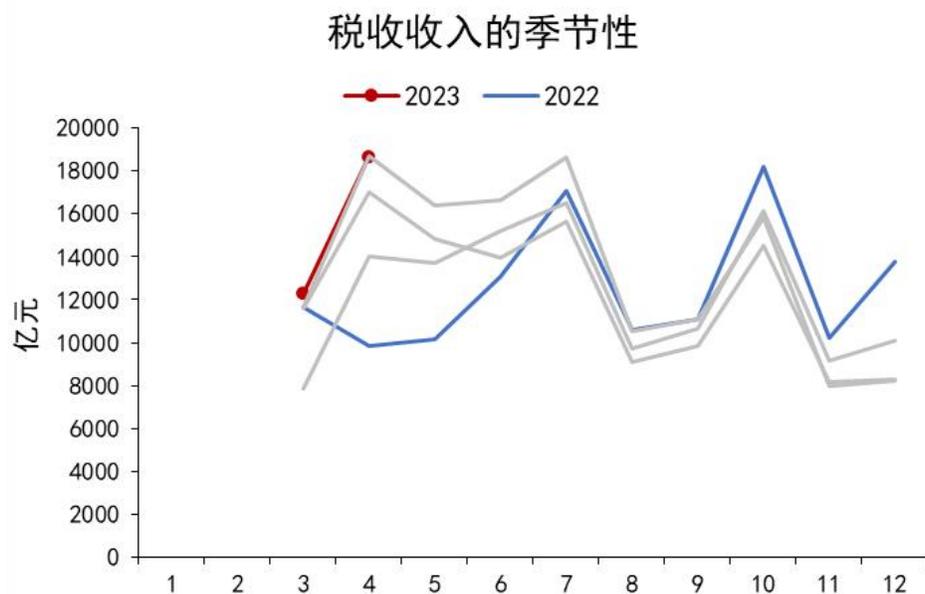
图33：政府存款有明显的季节性特征



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

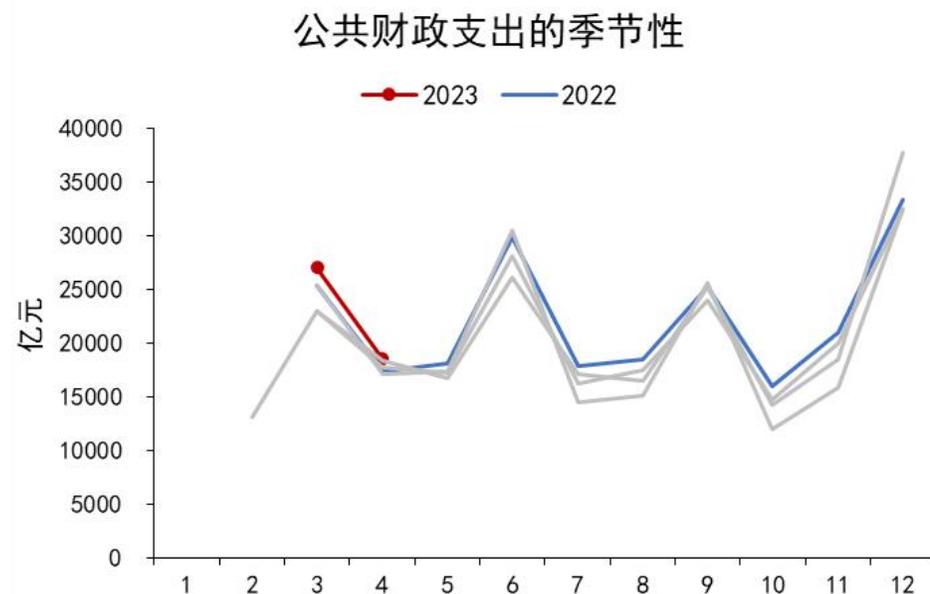
- 财政收支直接影响央行资产负债表中的政府存款科目，引发央行负债结构变化，进而影响基础货币规模
 - 变动的主要原因包括政府税收、财政支出、债券发行等行为，不体现央行的货币政策意志
- 财政收支具有明显的季节性，导致政府存款科目出现季节性波动
 - 季初税收高增（主要税种增值税、企业所得税、消费税等），政府存款边际扩张
 - 季末财政支出发力，政府存款边际收缩

图34：税收的季节性特征



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图35：财政支出的季节性特征



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

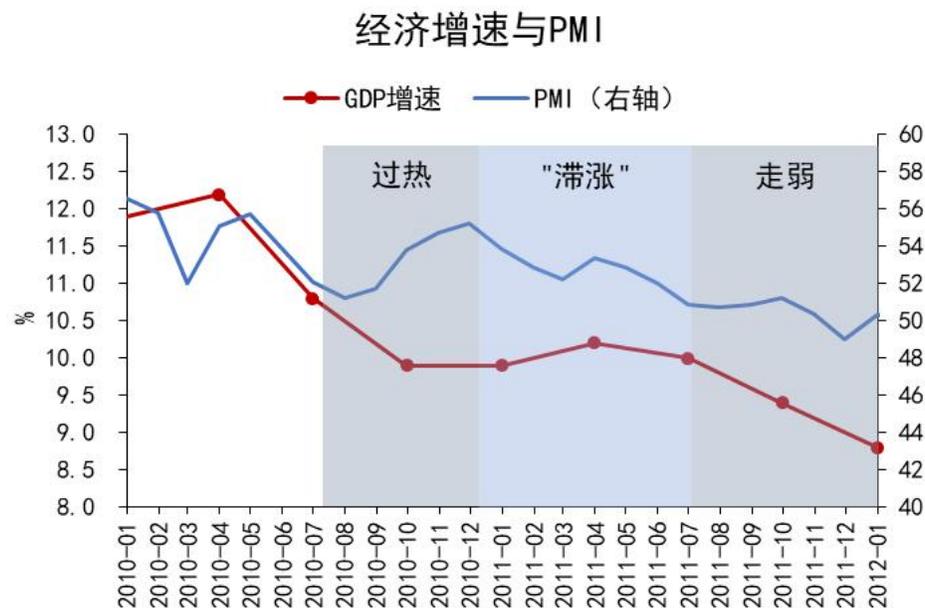
- [01] 印象：从美联储说起
- [02] 框架：我国央行的政策工具与影响
- [03] 实证：三次背离
- [04] 小结：宽松不必然等于扩表

背离一：2010 “拉缰绳”

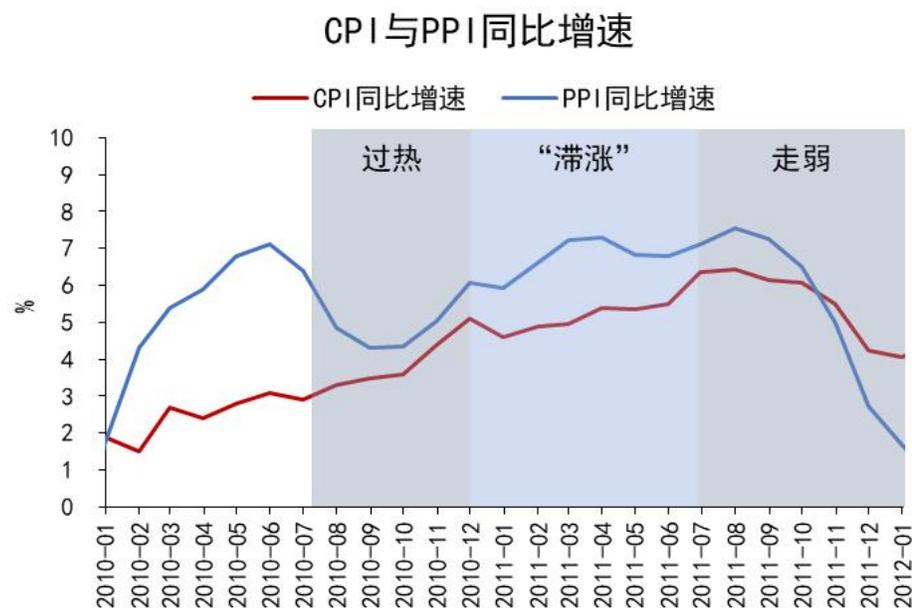
- 背景：次贷危机叠加欧债危机，宏观政策呵护经济增长
 - 信贷和政府支出显著扩张，基建、房地产等固定资产投资率先回暖，经济出现过热势头
 - 内外因素驱动通胀攀升：国内货币宽松、粮食价格上涨、海外大宗商品价格快速上升
- 政策：2010年底，为抑制高企的通胀，货币政策由松转紧
 - 2010年12月中央经济工作会议上，货币政策基调从“适度宽松”转向“稳健”，要求“总体稳健、调节有度、结构优化”并首提“把好流动性的总闸门”
 - 2010年四季度货币政策执行报告新增“把稳定价格总水平放在更加突出的位置”，强调“需要通过货币政策回归稳健，控制物价过快上涨的货币条件”

图36：2010年底，我国经济出现过热迹象

图37：内外因素推动通胀快速上行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

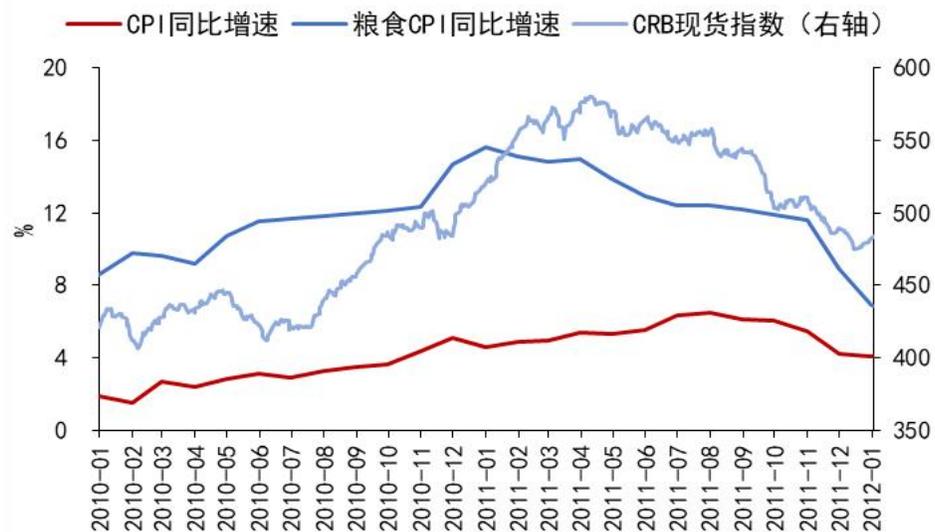
背离一：2010 “拉缰绳”

- 背景：次贷危机叠加欧债危机，宏观政策呵护经济增长
 - 信贷和政府支出显著扩张，基建、房地产等固定资产投资率先回暖，经济出现过热势头
 - 内外因素驱动通胀攀升：国内货币宽松、粮食价格上涨、海外大宗商品价格快速上升
- 政策：2010年底，为抑制高企的通胀，货币政策由松转紧
 - 2010年12月中央经济工作会议上，货币政策基调从“适度宽松”转向“稳健”，要求“总体稳健、调节有度、结构优化”并首提“把好流动性的总闸门”
 - 2010年四季度货币政策执行报告新增“把稳定价格总水平放在更加突出的位置”，强调“需要通过货币政策回归稳健，控制物价过快上涨的货币条件”

图38：粮食与海外大宗商品同时上行

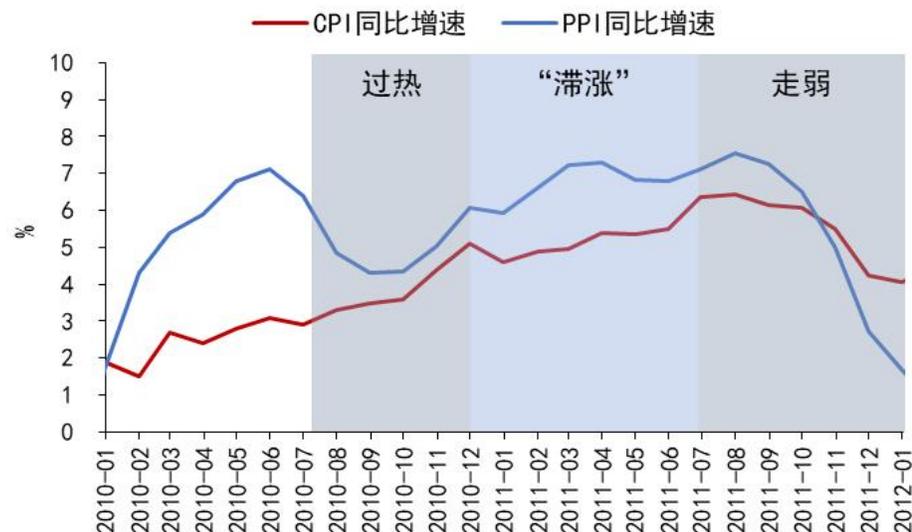
图39：内外因素推动通胀快速上行

粮食CPI同比增速与CRB现货指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

CPI与PPI同比增速

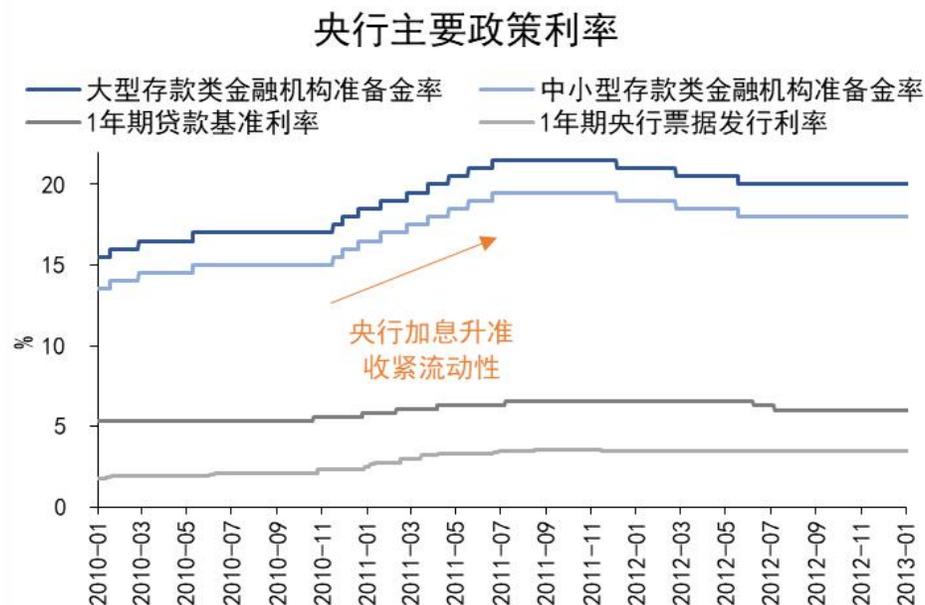


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

背离一：2010 “拉缰绳”

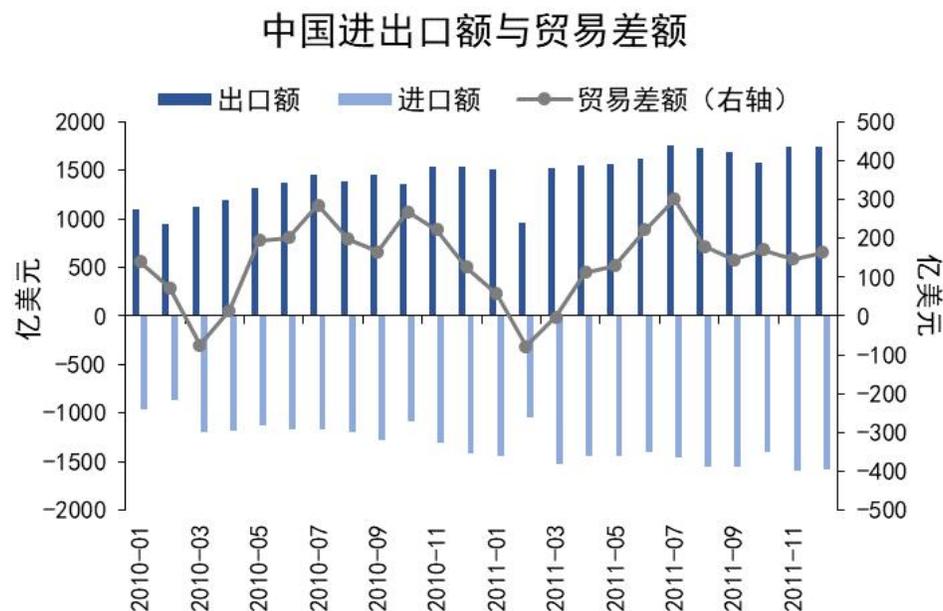
- 央行“多管齐下”，货币政策阶段性转向
 - 连续9次升准，将法定存款准备金率从17.5%提升到21.5%的历史高位
 - 连续5次加息，将贷款基准利率从5.31%提升到6.56%
 - 综合运用公开市场操作工具，搭配央票和正回购控制流动性，2011年全年累计发行央票约 1.4 万亿，开展正回购约2.5 万亿
 - 2011年四季度货币政策执行报告指出“物价过快上涨的势头得到初步遏制，政策效果逐步显现”，“货币条件总体向常态回归”
- 紧缩政策未能改变央行资产负债表持续扩张的趋势
 - 尽管外部环境持续恶化，但在此期间贸易顺差持续为正，外汇占款驱动央行持续扩表

图40：央行综合运用多种手段收紧货币政策



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图41：中国进出口贸易维持顺差



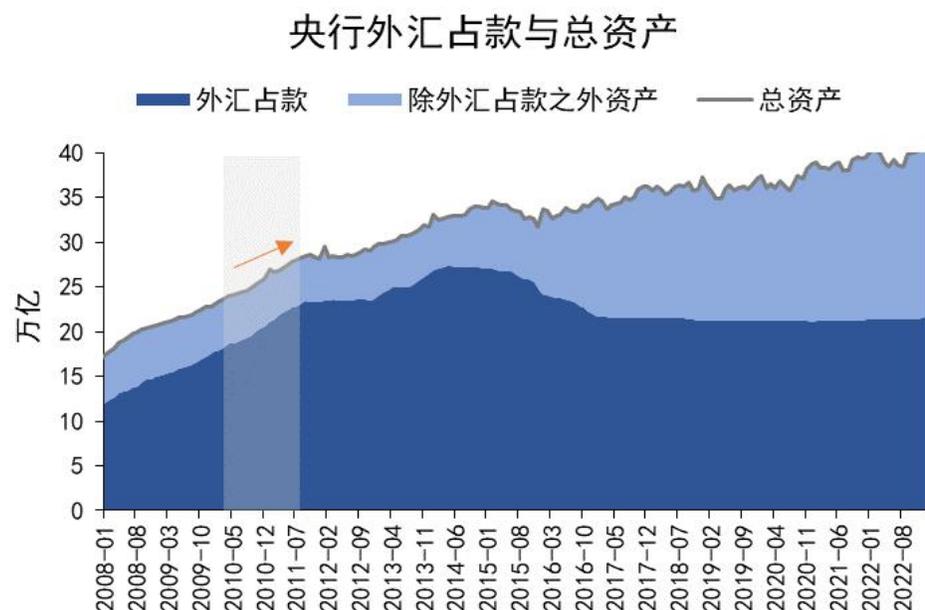
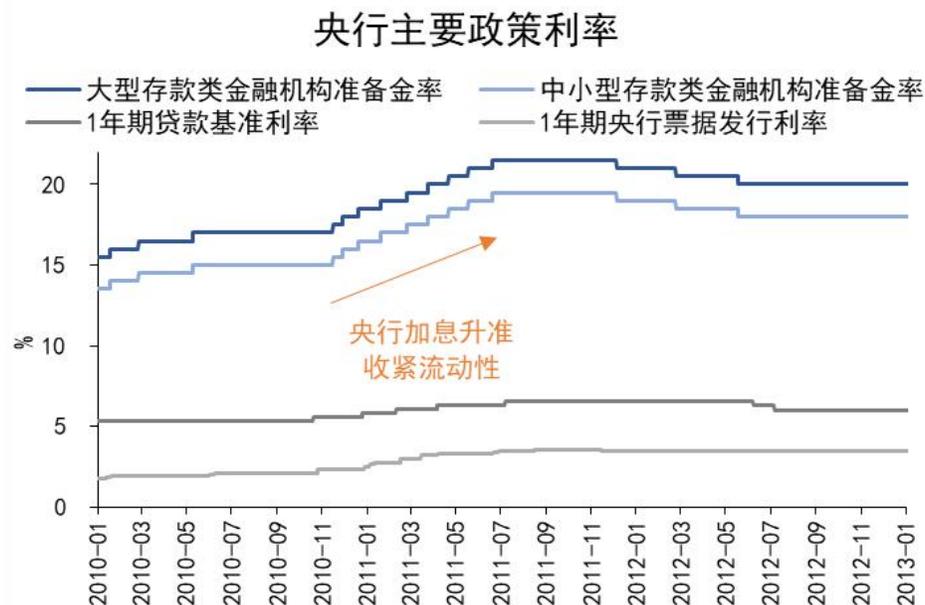
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

背离一：2010 “拉缰绳”

- 央行“多管齐下”，货币政策阶段性转向
 - 连续9次升准，将法定存款准备金率从17.5%提升到21.5%的历史高位
 - 连续5次加息，将贷款基准利率从5.31%提升到6.56%
 - 综合运用公开市场操作工具，搭配央票和正回购控制流动性，2011年全年累计发行央票约 1.4 万亿，开展正回购约2.5 万亿
 - 2011年四季度货币政策执行报告指出“物价过快上涨的势头得到初步遏制，政策效果逐步显现”，“货币条件总体向常态回归”
- 紧缩政策未能改变央行资产负债表持续扩张的趋势
 - 尽管外部环境持续恶化，但在此期间贸易顺差持续为正，外汇占款驱动央行持续扩表，加息升准不影响资产负债表规模

图42：央行综合运用多种手段收紧货币政策

图43：央行政策与资产负债表变化背离



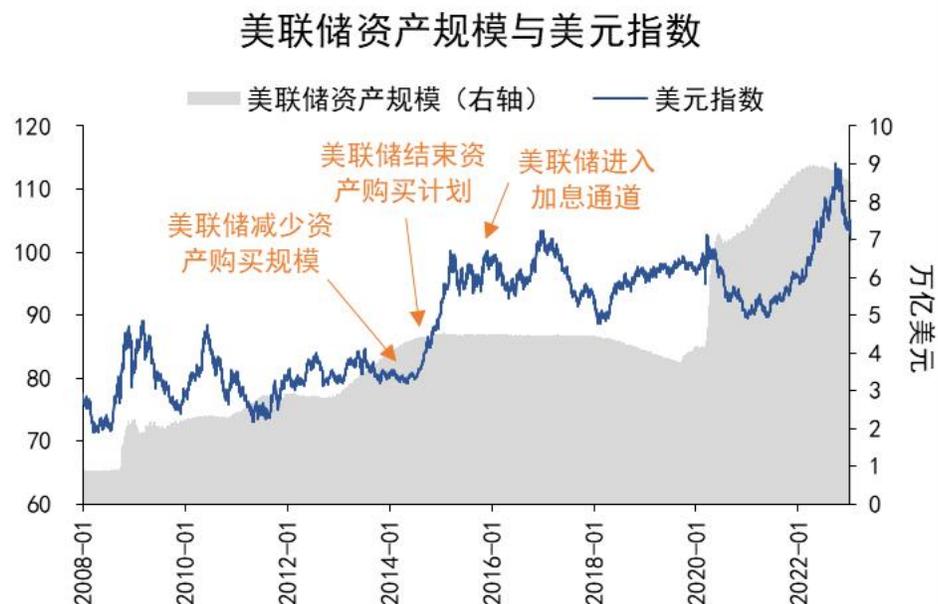
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

背离二：2015 “资本外流”

- 2015年，美联储政策转向、国内经济下行压力加大和人民币汇率预贬等原因导致外汇储备出现历史性下降，央行罕见持续“缩表”
 - 美联储2014年10月结束QE3，并删除FOMC声明“维持低利率相当长一段时间”表述，2015年12月进入加息通道
 - “8.11”汇改后，人民币快速贬值
 - 2015年资本和金融项目逆差912.1亿美元，非储备性质的金融账户逆差4344.6亿美元，储备资产减少5126.5亿美元
- 人民银行持续缩表约1年时间
 - 外汇占款从2015年初的27.07万亿元减少至年末的24.85万亿元，总资产从年初的33.89万亿元减少至年末的31.78万亿元

图44：2014年底随着美联储政策转向，美元指数快速攀升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图45：“8.11”汇改后人民币迅速贬值

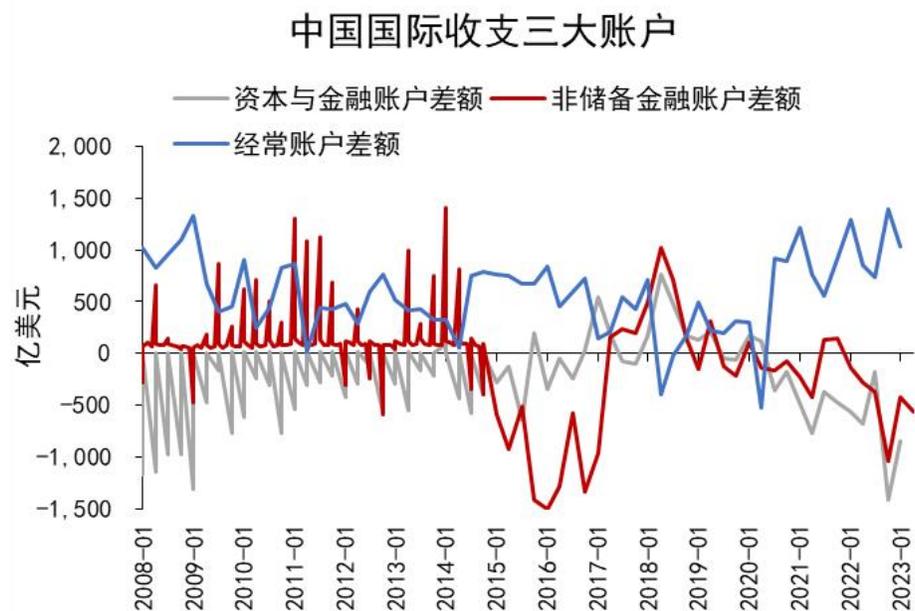


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

背离二：2015 “资本外流”

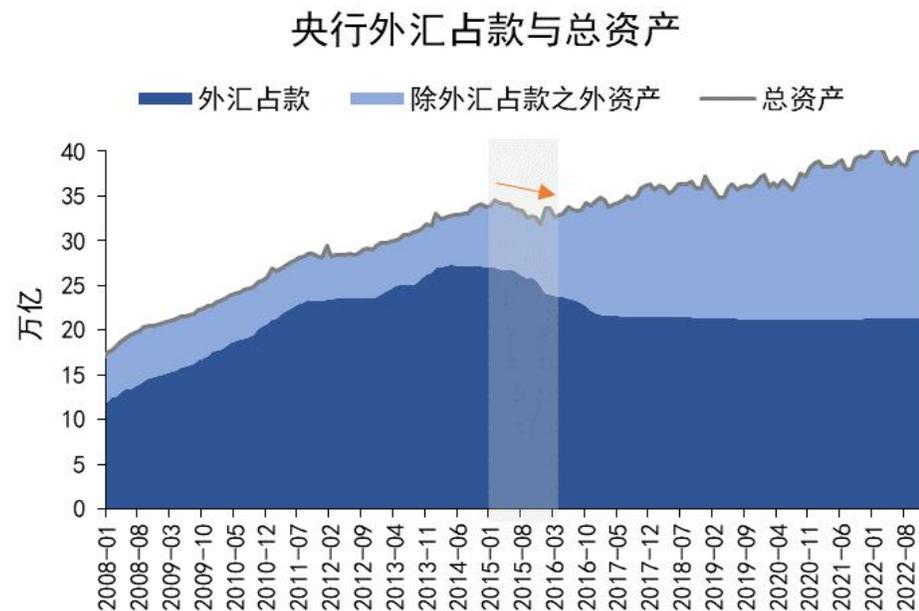
- 2015年，美联储政策转向、国内经济下行压力加大和人民币汇率预贬等原因导致外汇储备出现历史性下降，央行罕见持续“缩表”
 - 美联储2014年10月结束QE3，并删除FOMC声明“维持低利率相当长一段时间”表述，2015年12月进入加息通道
 - “8.11”汇改后，人民币快速贬值
 - 2015年资本和金融项目逆差912.1亿美元，非储备性质的金融账户逆差4344.6亿美元，储备资产减少5126.5亿美元
- 人民银行持续缩表约1年时间
 - 外汇占款从2015年初的27.07万亿元减少至年末的24.85万亿元，总资产从年初的33.89万亿元减少至年末的31.78万亿元

图46：2015-2016年中国金融账户出现持续逆差



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图47：外汇占款萎缩带动央行持续“缩表”



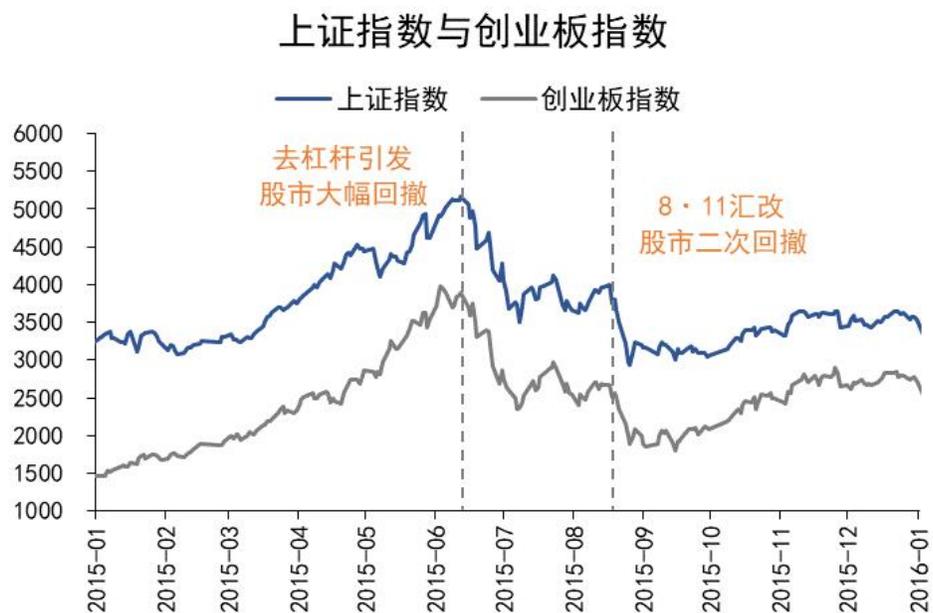
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

背离二：2015 “资本外流”

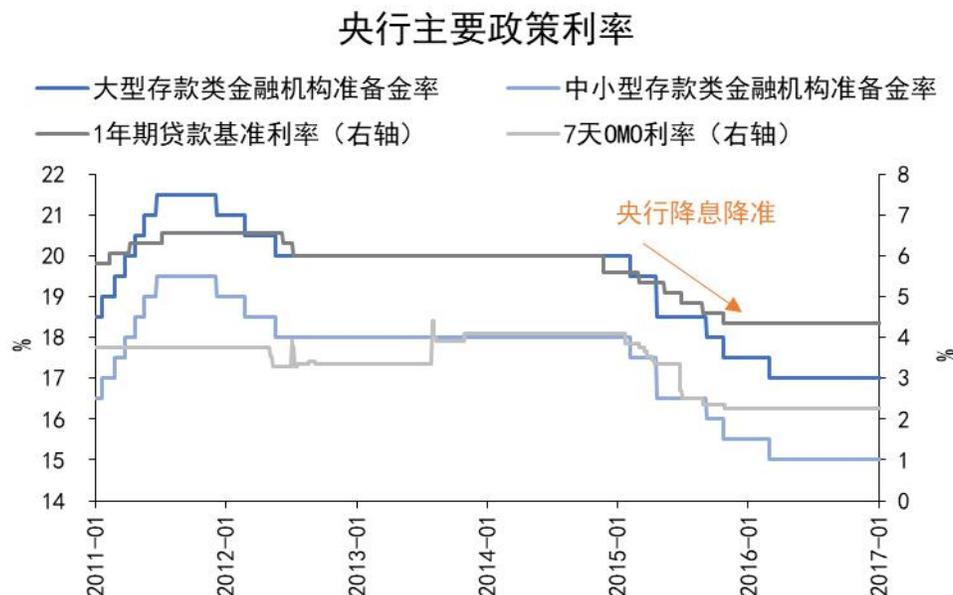
- 为对冲外汇占款下降对流动性的负面影响、应对经济下行压力等考虑，2015年的货币政策在总量上保持合理充裕
 - 外汇储备大量流出形成流动性缺口，基础货币投放被动减少，央行决定主动向银行体系注入流动性
 - 下半年权益市场经历两次大幅度调整，央行通过边际宽松的货币政策呵护权益市场，促进金融环境回归平稳
- 这种情况下，央行缩表与政策宽松并存
 - 2015全年，央行5次下调存款准备金率共计2.5%，累计额外定向下调金融机构存款准备金率0.5%
 - 贷款基准利率5次调降共计125bp，为配合存贷款基准利率下调，7天逆回购利率9次调降共计160bp
 - 央行综合运用公开市场操作、MLF和SLF等数量型工具，全年开展逆回购操作3.24万亿，累计投放2.19万亿MLF和3348.35亿SLF

图48：股票市场出现大幅回撤

图49：央行货币政策转向宽松



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

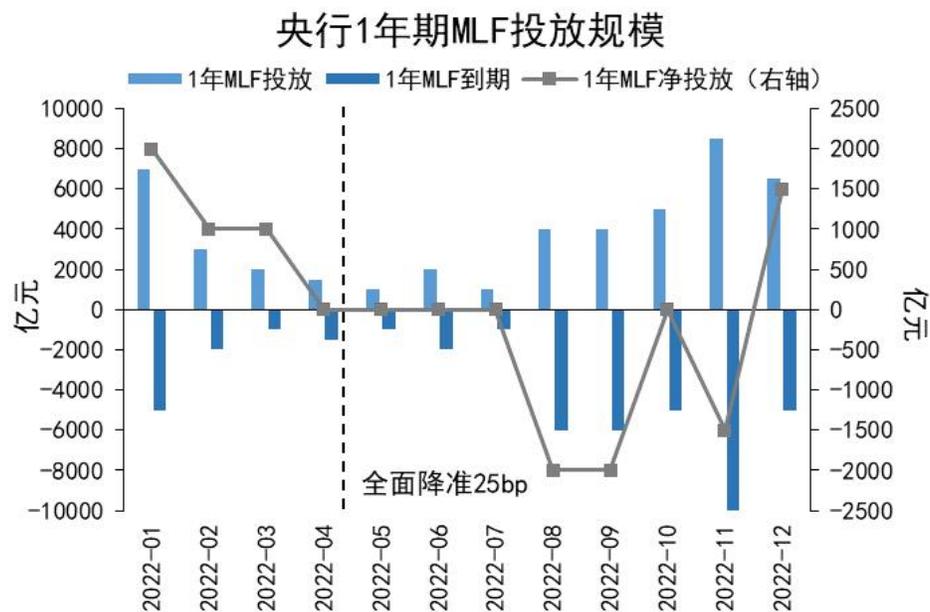
背离三：2022 “稳增长”

- 2022年，央行货币政策呈现“先扬后抑”的形态
 - 货币政策发力总体前置，自央行上缴结存利润和4月降准以来，资金利率长期低于政策利率
 - 8月后，央行逐渐收紧流动性，资金利率逐步向常态化回归
- 央行政策与资产规模再度出现背离
 - “宽货币”叠加“弱信用”，流动性需求偏弱，供给充足，MLF从净投放转为净回笼，再贷款再贴现等工具余额下降
 - 资金波动性减弱，央行逆回购余额下降
 - 9月起央行再度扩表：流动性边际收紧叠加降息刺激需求，“宽信用”逐步发力，逆回购余额显著上升，PSL等工具重新启用

图50：2022年央行政策与资产负债表两次背离



图51：2022年4月降准后MLF总体缩量续作



- [01] 印象：从美联储说起
- [02] 框架：我国央行的政策工具与影响
- [03] 实证：三次背离
- [04] 小结：宽松不必然等于扩表

小结：不能简单参照美联储经验

- 大部分时间里，央行货币政策与资产负债表变化方向一致，但不能简单照搬美联储经验，认为扩表等于宽松
- 中美政策操作框架差异，导致资产负债表职能有所差异
 - 总体而言，当前中国货币政策操作框架与美联储次贷危机前的数量型框架更为相近
 - 数量上：“结构性流动性紧缺” vs “稀缺准备金”体系
 - 利率上：“锚+走廊”（以7天OMO利率为中枢波动） vs “锚+上限”（以联邦基金利率目标为中枢波动）

图52：人民银行“利率走廊”

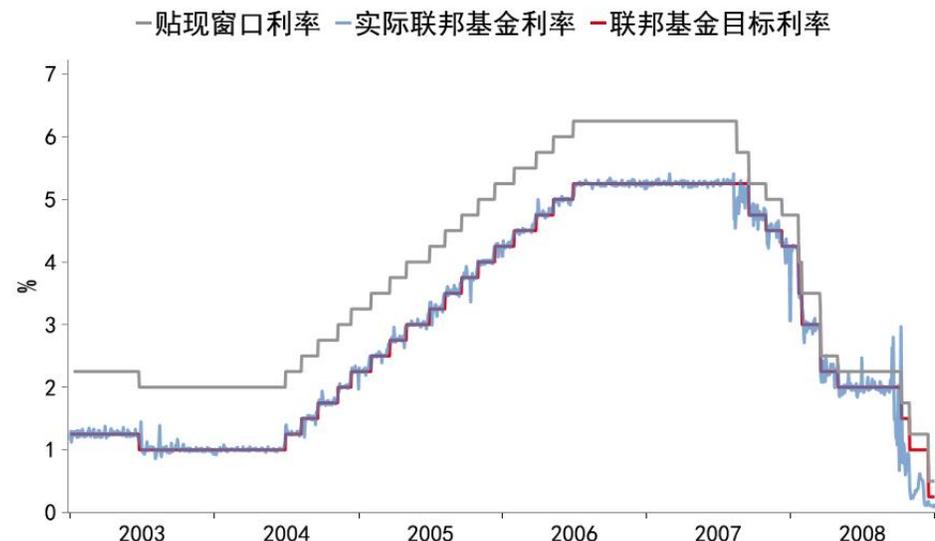
人民银行货币政策框架



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图53：次贷危机前美联储的数量型操作框架

美联储数量型货币政策框架



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

内需复苏不及预期，海外经济进入衰退。

1. 孙国峰, 《结构性流动性短缺的货币政策操作框架》, 比较, 2017, 91卷

国信证券投资评级		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032