

宏观经济专题研究

政策组合轮盘—货币政策与财政政策组合分析及其影响研究

核心观点

本报告聚焦于货币政策和财政政策两大维度，从历史回溯的角度观察不同政策组合下经济、资产价格的变化特征，并试图归纳为一般性规律。

根据 IS-LM 模型可以得到不同经济周期对应的政策组合。如果将宏观政策组合简单分为紧货币+紧财政、紧货币+宽财政、宽货币+宽财政和宽货币+紧财政，对应的经济周期分别为繁荣、滞胀、衰退和复苏四个阶段。

我们使用前期编制的国信证券经济研究所编制的货币政策力度指数和财政政策力度指数来划分政策组合周期。货币政策力度指数是捕捉央行货币宽松程度的周度指标，由数量和价格两个子指数加权得来，数值越高表示政策宽松力度越大。财政政策力度指数由财政收入、财政支出和赤字率三方面的十个底层指标，通过熵值法加权得到。需要注意的是，上述指数主要反映政府调控的政策力度，而非政策效果。

本文通过货币政策力度指数和财政政策力度指数的变化方向来划分不同时期的政策组合，从 2016 年至今大致可以分为十三个区间。从划分结果来看，2020 年之后货币政策和财政政策协同明显加强，双紧、双宽基本交替出现。

我们关注股票和债券在不同政策组合的表现。在双宽（双紧）时股指和收益率同时下跌（上涨），而在宽货币+紧财政和紧货币+宽财政时期则缺乏一致趋势，其中股票在紧货币+宽财政时期均为震荡上行。

需要注意的是：一、通常意义上，政策变化相对于经济基本面变化具有一定的滞后性；二、政策并非影响资产价格变化的主要要素；三、假如宏观政策前瞻性提高，则上述考察而出的历史规律有可能改变。

风险提示：政策指数构建不合理，政策周期划分有偏差。

经济研究·宏观专题

证券分析师：董德志

联系人：王奕群

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

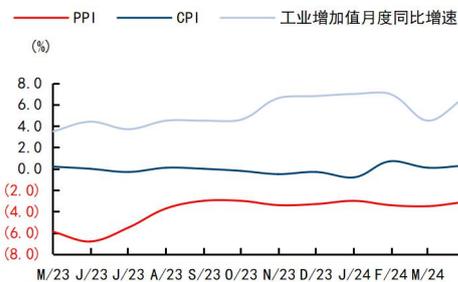
wangyiqun1@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	4.20
社零总额当月同比	2.30
出口当月同比	1.50
M2	7.20

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济专题研究-周期系列之一：康波一穿越迷雾的灯塔》——2024-05-27
- 《宏观经济专题研究-地产去化新模式：“以旧换新”面面观》——2024-05-24
- 《宏观经济专题研究-“体”与“用”：“新锚”之辩——中央银行吞吐国债的影响与意义》——2024-05-15
- 《“量”“已振”，“价”“待提”——2024 年中期宏观经济展望》——2024-05-01
- 《宏观经济专题研究-中美日三国 M2 统计口径比较研究》——2024-04-25

内容目录

一、以虚见实：政策组合的理论指引	4
二、追本溯源：货币与财政政策力度指数的构建	6
三、从独立到协同：货币政策与财政政策的组合划分	8
四、逆风而行：政策组合与经济和资产周期	10
五、结论	15
风险提示	16
附录	16

图表目录

图 1: IS-LM 模型中的货币政策与财政政策效果	5
图 2: 货币财政政策的协同效应	5
图 3: 货币政策力度指数	7
图 4: 财政政策力度指数	7
图 5: 以货币和财政政策力度指数变化方向划分政策周期	9
图 6: 政策周期划分结果	9
图 7: GDP 近几年波动来自外部冲击, 部分观测到政策的逆周期性	10
图 8: 政策周期与 CPI 和 PPI	11
图 9: 政策周期与汇率波动	12
图 10: 政策周期与大类资产表现	12
图 11: H-P 滤波后的股指和国债收益率	13
图 12: H-P 滤波后的增速和汇率	13
图 13: 不同政策组合下的股债汇表现	15
图 14: 政策组合轮盘	16
图 15: IS 曲线来自凯恩斯交叉	17
图 16: LM 曲线来自于真实货币供需关系	17
图 17: 两者结合, 得到 IS-LM 模型	18
图 18: 美国货币财政政策周期	19
图 19: 美国股债表现	19
表 1: 不同经济周期的政策组合	6

政策一直是资本市场最为关注的内容，其中货币政策与财政政策是两大焦点。资本市场往往喜欢宽松型的政策，认为其对于风险资产具有推动作用。单纯的政策组合变化是否能对资产价格产生上述预期中的作用，是个值得考察和探索的问题。

本篇报告单纯聚焦于货币政策和财政政策两大维度，从历史回溯的角度观察不同政策组合下经济、资产价格的变化特征，并试图归纳为一般性规律。

本文大致分为五个部分，第一部分介绍政策组合效果的理论分析，第二部分简述货币和财政政策力度指数的构建，第三部分划分我国历史上的政策组合周期，第四节考察部分变量（宏观经济与资产价格）在不同政策组合下的表现，第五部分试图归纳出历史规律性结论。

一、以虚见实：政策组合的理论指引

宏观政策调控经济的理论源于凯恩斯，自 20 世纪 30 年代至今已成为各国政府的共识。新古典宏观经济学派认为，由于理性预期的存在，政府调控宏观经济的政策是无效的（如李嘉图等价）。“看不见的手”能够很快地纠正所有的错误并让市场出清，但事实证明并非如此，主动实施正确的货币政策和财政政策，是稳定经济的必要手段。宏观调控的核心思想是通过政策工具的“逆周期”操作“熨平”经济波动，减少社会福利损失。凯恩斯主张通过“看得见的手”调控市场，也就是在经济下行时政策扩张刺激经济，在经济上行时紧缩来降温。宏观调控的手段多种多样，包括总量政策和结构政策、需求侧管理和供给侧管理等不同的形式和工具，本文主要聚焦于最为常见的货币政策和财政政策。

理论上，货币政策和财政政策都能够在短期内扩张或者抑制总需求和产出。两大政策影响经济的方式和效果有所不同，下面我们借助 IS-LM 模型¹来阐述不同货币政策和财政政策组合的效果。经典的 IS-LM 模型最初由约翰·希克斯建立，该模型的适用之处是将货币市场与商品市场联系在一起，如图所示。在 IS-LM 模型的坐标系中纵轴是利率，横轴是总收入。IS 曲线向下倾斜，表示投资影响下总需求与利率负相关；LM 曲线向上倾斜，表示在货币供给与流动性偏好需求量相等的轨迹上产出与利率正相关。

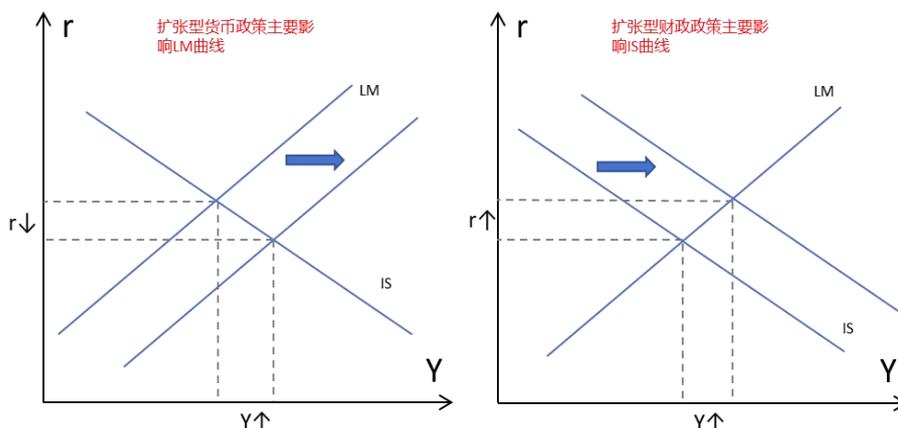
在这个框架中，宽松的货币政策——模型假设只有数量型工具（即增加实际的货币供给）——会带来货币供给曲线右移，实际利率下降，在模型中表现为 LM 曲线向右移动而 IS 曲线保持不变。因此单独的扩张型货币政策会带来产出增加和实际利率下降²。扩张性的财政政策——如增加政府支出或降低税收——会导致产出增加，因此模型表现为 IS 曲线右移而 LM 曲线不变³，在产出上升的同时带来实际利率的上升，后者即常说的政府支出带来“挤出”效应，可能降低私人或民间投资的意愿。

¹ 虽然 IS-LM 模型早已不是宏观经济学前沿研究的核心内容，但仍是宏观经济研究的入门基础，且在实际的经济、管理等领域有着广泛的应用。

² 这一结论的假设基于 LM 曲线仍然位于正常区间而非所谓的“流动性陷阱”。

³ 当然这是理想情况下的简化情形，事实上财政政策对货币供给也会产生一定的影响，如财政存款与 M2 之间往往反向运动。

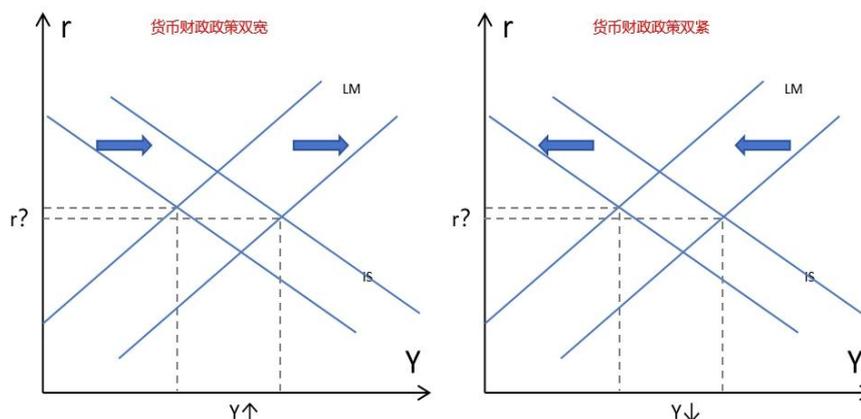
图1: IS-LM 模型中的货币政策与财政政策效果



资料来源: *Macroeconomics*, Olivier Blanchard, 国信证券经济研究所整理

货币政策和财政政策协同配合，相比单一政策会放大对产出的影响。当货币财政政策双双宽松时，IS 曲线和 LM 曲线同时右移，产出显著回升，对利率的净效果取决于 IS 和 LM 曲线的弹性大小，反之亦然。2020 年后，欧美等发达国家纷纷在迅速放松货币政策的同时，出台强有力的财政刺激法案支撑经济，财政与货币分离、强调央行独立性的时代已然过去，货币政策与财政政策“双剑合璧”以打开政策空间的时代已经到来。2023 年 12 月我国的中央政治局会议就提出“要增强宏观政策取向一致性”，后续的经济工作会议也强调要加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合，确保同向发力、形成合力。

图2: 货币财政政策的协同效应



资料来源: *Macroeconomics*, Olivier Blanchard, 国信证券经济研究所整理

部分特殊情况下货币政策失去效果，财政政策将更加有效。表面上看，货币政策的代价更小，但凯恩斯认为两种情况下货币政策可能失效，一是“流动性陷阱”，当流动性偏好陷入无限弹性状态时，任何货币供给的增加都被市场主体持有，难以刺激投资；二是“投资陷阱”，即在经济低谷时投资需求失去弹性，利率下降只能减少成本而无法拉动企业投资需求（李井奎，2022）。现代的许多经济学家也认同低利率（或接近零下限）时代货币政策具有局限性，财政政策应该成为对抗经济衰退的主要工具，而货币政策只能起到辅助作用，甚至成为财政政策的“燃

料”。具体来说，当中性利率较低时，财政政策的有效性并不会如货币政策那样显著降低，低政府融资成本反而使财政扩张更有吸引力，政府融资“挤出”私人投资的弊端此时也大大削弱。

通过 IS-LM 模型可以得到理论上不同经济周期对应的政策组合。众所周知，通过盯住经济增速和通胀，实施不同的政策组合可以实现逆周期调控，熨平经济波动。一般来说财政政策更关注增长，而货币政策则对增长和通胀同时做出反应——即熟知的泰勒规则（Taylor Rule）。如果将宏观政策组合简单分为“紧货币+紧财政”、“紧货币+宽财政”、“宽货币+宽财政”和“宽货币+紧财政”，对应的经济周期分别为繁荣、滞胀、衰退和复苏四个阶段。如果将政策更加细致的分为宽、稳和紧三种状态，则九种组合对应的经济周期如下表所示（李成等，2020）。

表1: 不同经济周期的政策组合

经济阶段	政策搭配组合	适用情形
经济增速上升期	稳财政+松货币	经济复苏、通货紧缩
	紧财政+松货币	经济显露过热苗头、通货紧缩
	紧财政+稳货币	经济显露过热苗头、物价相对平稳
	紧财政+紧货币	经济过热显性化、通货膨胀
	稳财政+紧货币	经济过热后相对平稳、通货膨胀
经济增速下降期	松财政+紧货币	经济下行、通货膨胀(滞胀)
	松财政+稳货币	经济衰退、物价相对平稳
	松财政+松货币	经济疲软、通货紧缩
经济增速平稳期	稳财政+稳货币	经济和物价相对平稳

资料来源：李成等（2020），国信证券经济研究所整理

二、追本求源：货币与财政政策力度指数的构建

我们希望在上述理论框架的指引下对于实际情况进行细致考察，需要构建现实中的货币政策与财政政策衡量指标。在此采用国信证券经济研究所编制的货币政策力度指数和财政政策力度指数，这两个指数本着追本求源的原则，试图拨开均衡的迷雾观察政策力度。

货币政策力度指数是捕捉央行货币政策宽松程度的周度指标，由数量和价格两个子指数加权得来，数值越高表示政策宽松力度越大。其中数量指数包括 5 个子指标，分别是：法准率、周逆回购总投放规模、周逆回购总回笼规模、周逆回购正投放天数、MLF 净投放规模。价格指数同样由 5 个子指标构成，分别是：OMO 利率、同业存单加权利率偏离度（相较 MLF）、R 利率偏离度（7 天、14 天相较同期限 OMO）、DR 利率偏离度（同上）、R001 利率。指数采用扩散指数方法构建，即先计算各指标周度环比变化，加权后形成两个子指数的环比变化，再与子指数的前值相加形成当周指数。此外，为提现不同力度政策操作的差异（如降准幅度）并方便不同指标间的比较，每个指标均与其前 24 个月的数据做标准化处理后，再计算环比变化。

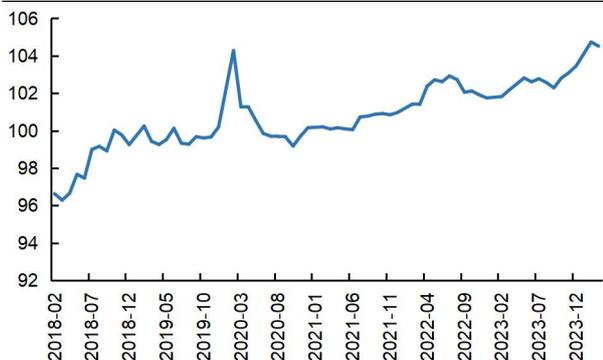
财政政策力度指数则是结合财政收入、财政支出和赤字率三方面的变量，选择五个变量的狭义和广义两个口径共十个底层指标编制，通过熵值法进行客观赋权加总得到，指数上升代表财政力度上行。将政策力度指数与部分指标进行比较，政策力度指数相对经济增速具有逆周期特征，特别是在经济增速下降时政策力度有显著的反转。此外，财政政策力度指数与基建投资增速有较强相关性，财政政策力度领先于基建投资增速，反映了基建投资在稳增长中的抓手作用。

官方的财政政策周期较长、货币政策的表述近年多为稳健，我们的财政政策和货币政策力度指数能够更加高频的观察政策端的边际变化。实行市场化经济后我国的财政政策大致分为五个阶段，一是 1993 到 1997 年采取适度从紧的财政为治理经济过热，二是 1998 到 2004 年财政政策转为积极应对亚洲金融危机，三是 2005 到 2007 年实施稳健的财政政策，四是 2008 到 2012 年采取积极的财政政策，五是 2013 年至今维持积极但表述有部分调整。因此官方口径的财政政策周期相对较长，且近十年来表述均偏积极。我们的财政政策力度指数以月度为单位，保证趋势性的同时频率更高，允许我们对 2016 年至今的财政政策进行更加细致的周期划分。

需要注意的是，上述指数旨在反映政府调控的政策力度（外生性），而非政策效果。以货币政策力度指数为例，其意在衡量中央银行作为主导方所实施的一系列货币政策的力度，而非流动性或者货币供给等实际结果。市场中常用的 M2 等金融指标本质上是各类政策的综合效果，是由中央银行、商业银行、政府、企业、居民这些部门综合作为而成的结果，而并非刻画衡量政策力度本身。

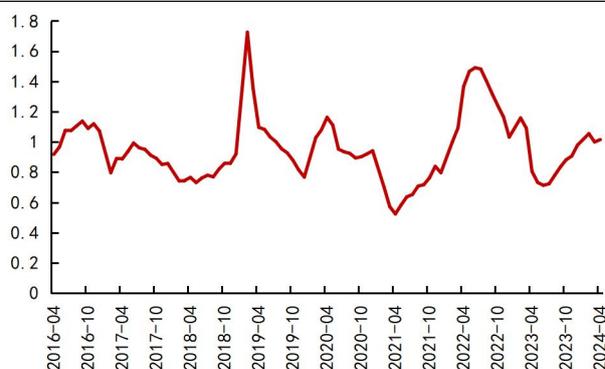
由于数据限制，2018 年之前的货币政策力度参考超额存款准备金规模。因为部分变量的可得性，我们的货币政策力度指数仅能回溯到 2018 年，而超额存款准备金规模则可以回溯到 2004 年。超额存款准备金由财政性存款、M0 变化、外汇占款变化、公开市场操作、法定准备金率“五渠道”决定。其中前两者具有季节性扰动，并不构成趋势，后三者，特别是最后两者更具有政策外生性属性，具有趋势性特征。如之前的研究所述，剔除 M0 变化、财政性存款后的超额存款准备金规模指标介于外生政策力度和内生流动性结果之间，是一个较好的货币政策力度替代变量。具体的处理方式参照见 2024 年 4 月研报《供需框架看利率——资金供给曲线与融资需求曲线》。

图3：货币政策力度指数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：财政政策力度指数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

三、从独立到协同：货币政策与财政政策的组合划分

本节通过上述两个力度指数的变化方向划分不同时期的政策组合，2020年后货币政策与财政政策协同性有所强化。我们忽略稳货币/稳财政的情形，仅区分宽与紧。即政策组合共四种，分别为宽货币+宽财政、紧货币+紧财政、宽货币+紧财政和紧货币+宽财政。其中由于部分变量的可得性，我们的货币政策力度指数开始于2018年，在此之前用处理过的超储同比增速代替。从2016年至今可以分为十三个区间：

2016-02至2016-09为紧货币+宽财政：超储增速下行，财政政策力度指数上行。

2016-09至2017-02为紧货币+紧财政：超储增速加速下行，财政政策力度指数震荡下行。

2017-02至2017-06为紧货币+宽财政：超储增速继续下行，财政政策力度指数上行。

2017-06至2018-02为紧货币+紧财政：超储增速低位波动，财政政策力度指数下行。

2018-02至2019-02为宽货币+宽财政：超储增速和货币政策力度指数均上行，财政政策力度指数上行。

2019-02至2019-12为宽货币+紧财政：超储增速快速上行，货币政策力度指数有所波动，财政政策力度指数下行。

2019-12至2020-04为宽货币+宽财政：超储增速和货币政策力度指数均在高位，财政政策力度指数上行。

2020-04至2020-10为紧货币+紧财政：货币政策力度指数和财政政策力度指数均下行。

2020-10至2021-04为宽货币+紧财政：货币政策力度指数上行，财政政策力度指数下行。

2021-04至2022-07为宽货币+宽财政：货币政策力度指数和财政政策力度指数均上行。

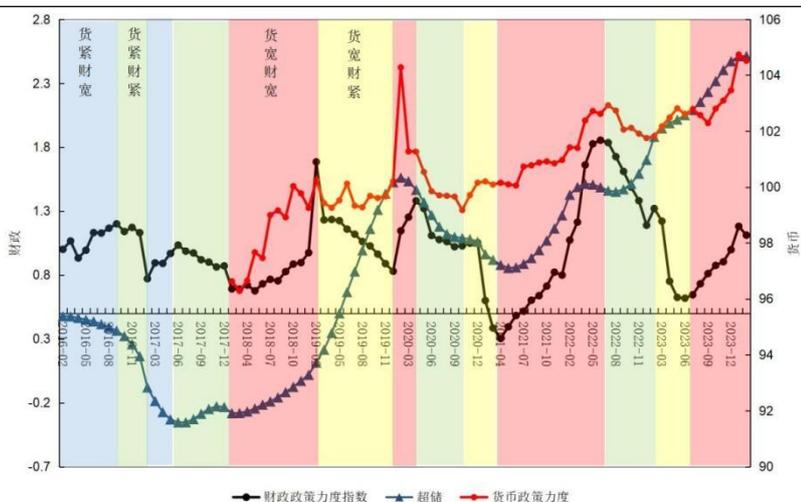
2022-07至2023-02为紧货币+紧财政：货币政策力度指数和财政政策力度指数均下行。

2023-02至2023-07为宽货币+紧财政：货币政策力度指数总体上行，财政政策力度指数下行。

2023-07至2023-12为宽货币+宽财政：货币政策力度指数和财政政策力度指数均上行。

从划分结果来看，仅在2018年前出现过紧货币+宽财政的时期，2018年之后货币政策和财政政策协同明显加强，双紧、双宽出现频率提高。

图5：以货币和财政政策力度指数变化方向划分政策周期



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：政策周期划分结果

属性	时期	理论上应该针对何种基本面	现实
宽货币+宽财政	2018.02-2019.02	经济疲软+通缩(低谷期)	经济增速继续下行, CPI波动下行, PPI回落。中美贸易摩擦导致外部环境严峻, 预期较为悲观
	2019.12-2020.04		进入大流行时期, 经济增速走出V型, 通胀下行
	2021.04-2022.07		21年内需较弱, 通胀低位攀升, 7月央行降准; 22年上半年疫情反复、地产风波, 经济增速下滑
	2023.07-2023.12		二季度数据偏弱, 年中一揽子稳增长政策发力, 经济数据超预期, 通胀维持低位
紧货币+紧财政	2016.09-2017.02	经济过热+通货膨胀(繁荣期)	楼市限购限贷政策频繁出台, 经济预期走弱。下半年价格指数有所回升, 货币政策因汇率、资产价格等态度偏紧, 下半年监管对去杠杆态度明确
	2017.06-2018.02		数据超预期, 经济韧性仍强。供给侧、环保限产导致商品价格暴涨, 通胀预期升温。金融严监管, 货币政策收紧, 11月出台资管新规征求意见稿, 12月美联储加息
	2020.04-2020.10		2020年5月经济、疫情、政策同时出现拐点
	2022.07-2023.02		下半年地产政策持续放松, 经济数据偏弱, 通胀下行
宽货币+紧财政	2019.02-2019.12	经济过热苗头+通缩(复苏期)	经济数据波动, 贸易摩擦、包商银行事件导致2019年全年处于震荡之中, 下半年非洲猪瘟导致CPI快速上升
	2020.10-2021.04		三季度增速回升但不及预期, 通胀偏低, 信用违约事件爆发, 美国大选结束; 21年一季度在外需拉动下PPI较高, 宏观政策相对克制, 收益率震荡
	2023.02-2023.07		开年强预期带领收益率上行, 后续基本面偏弱, 财政政策发力不显
紧货币+宽财政	2016.02-2016.09	经济增速下行+通货膨胀(滞胀)	2016年GDP实际增速6.7%, 经济增速下滑压力趋缓但未消。CPI温和上涨, PPI微跌。政策上推进供给侧结构性改革, 实施积极的财政政策和稳健适度的货币政策
	2017.02-2017.06		固定资产投资增速快速反弹, 经济企稳回升的态势持续, 一季度经济数据超预期, 金融严监管, 银行业面临大规模检查

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

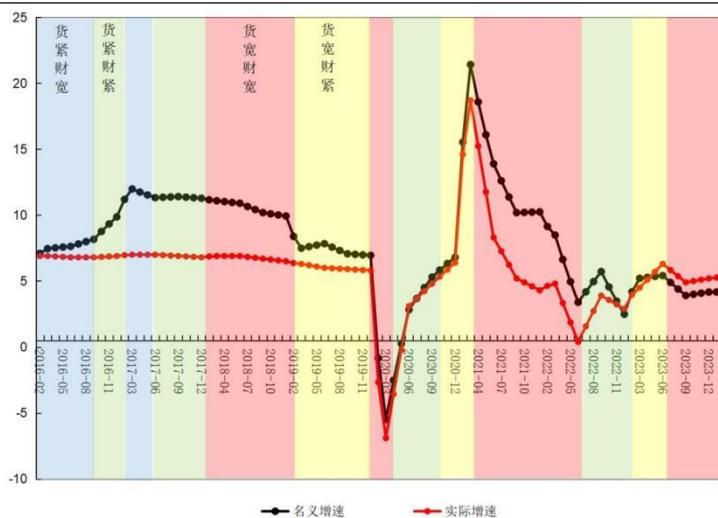
四、逆风而行：政策组合与经济和资产周期

本节讨论在不同政策组合下经济基本面（包括经济增速和通胀）、汇率和股债等资产的表现或者说变化，总体可以概括为“逆风而行”。

（一）经济基本面的表现

各国政策组合的协同性和逆周期性都有所增强，财政政策重要性提高。大流行后全球宏观调控范式发生转变，发达经济体的货币和财政政策几十年来少有的协同刺激需求，这也让发达经济体有机会摆脱流动性陷阱、“找回国家”。同时在货币政策“推绳子”的状态下，大国竞争更加强调“财政能力”。以美国为例，近几年的财政发力并不限于对私人部门的呵护，基建、通胀、CHIPS 三大法案对相应产业的支持相当实际。

图7: GDP 近几年波动来自外部冲击，部分观测到政策的逆周期性



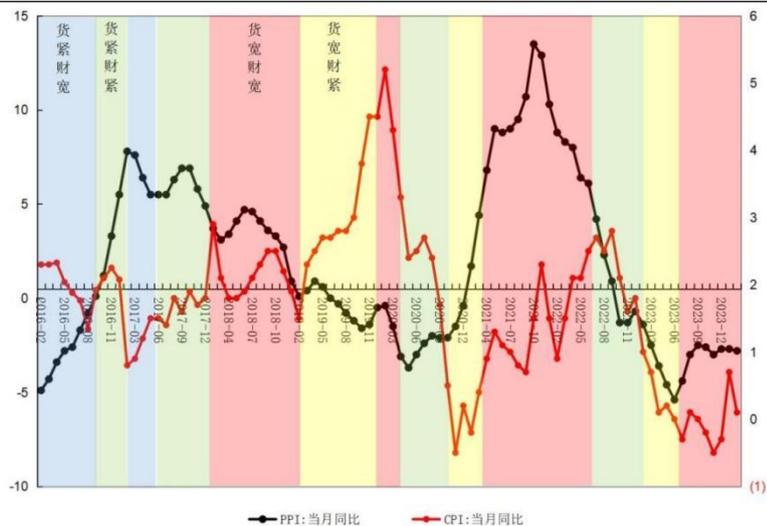
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

近几年我国宏观政策逆周期调控力度也有所加强，政策组合相对经济基本面具有显著的逆周期性。从数据来看，2020 年之前实际增速的波动较小，但可以观察到 2016 和 2017 年名义增速较高时偏紧，后续增速下台阶时偏松。2020 年之后由于外生负面冲击，包括 GDP 在内的多数宏观变量呈现 N 型走势，从中可以发现，货币和财政政策存在明显的逆周期性，即增速提升时趋紧，增速下滑时趋松。其原因一是政策指数底层指标本身包括 GDP 作为分母，二是切实存在的宏观政策逆周期调节。

2024 年我国财政政策维持“加力提效”，货币政策强调“稳中求进”，逐步进入“大财政”时代。在经济曲折复苏的背景下，政府加大逆周期调节力度，保持流动性的合理充裕。财政方面，总量上增加专项债新增限额至 3.9 万亿并连续几年发行超长期特别国债，结构上优化组合专项债、国债、税费优惠、财政补助等工具，实现适度加力、提质增效。同时，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，加大金融对实体经济的支持力度。2024 年 2 月央行超预期降低 5 年期以上 LPR25bp，5 月多箭齐发降低房贷利率和首付比例，持续压降社会融资成本，同时协同配合财政政策发力。目前来看从宽货币到宽信用的传导链条仍不通畅，货币政策对经济的刺激效果显著下降，此时财政政策应发挥主导作用。

价格方面，货币政策与 CPI 的关系较为明显，而财政政策相关性则较弱。CPI 是货币政策制定的重要依据，同时反过来货币政策对 CPI 也有显著的影响。紧缩的货币政策往往导致 CPI 低位运行或者趋势下行，而货币政策宽松时 CPI 往往能够触底回升。央行在 2015 年之后主要关注 CPI、PPI 和平减指数的综合表现，2024 年一季度货币政策执行报告中也提及“把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平”。PPI 的表现则规律性较弱，且 2015 年后 PPI 与 CPI 的背离较为明显。一方面 PPI 中相当大一部分原材料受大宗商品的影响，另一方面 CPI 近年受猪周期影响较大，从 PPI 向 CPI 的传导并不通畅。

图8: 政策周期与 CPI 和 PPI



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

总之，增长和通胀均为货币或财政政策的关注指标，我们的政策周期划分能够很好的体现逆周期调控的原则。一方面 GDP 增速提升时趋紧，增速回落时趋松；另一方面货币政策紧缩时通胀下行，而宽松时通胀往往触底回升，因此在今年稳健有力的政策组合下预计我国通胀将持续恢复。

（二）汇率在不同政策组合下的走势与表现

货币政策受制于汇率稳定，同时对汇率的影响也较为直接。汇率的波动同时受到政策面和基本面的影响，理论上来说基本面好、货币政策偏紧时升值，经济下行、货币宽松时贬值。蒙代尔在其《固定与弹性汇率下的资本流动与稳定政策》中将经典的 IS-LM 模型扩展到开放经济⁴，使得后续研究能够分析货币和财政政策对汇率的短期效应。理论研究和大量的历史证据表明，宽松的货币政策易导致货币贬值，而紧缩的货币政策则导致升值⁵。

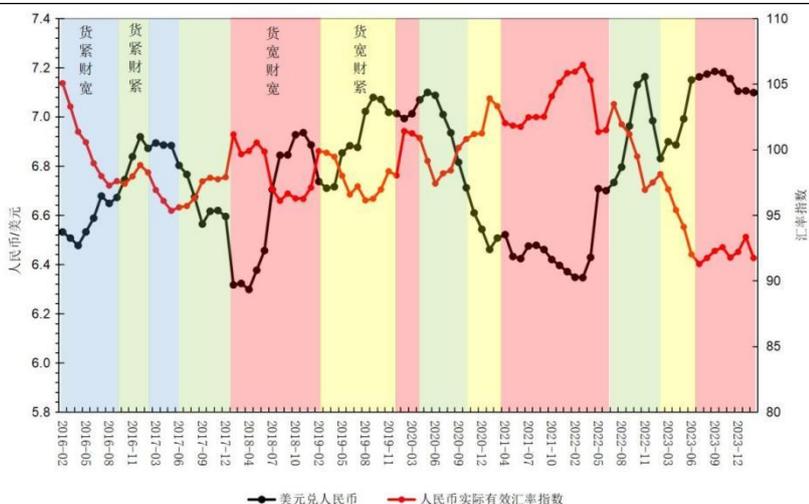
与货币政策对汇率的直接影响不同，理论上财政政策对汇率的影响并不明确直观。短期来看，扩张性的财政政策提高经济增长的预期，对货币的升值有一定贡献，但宽财政往往对应较弱的基本面；长期来看，持续的财政刺激必然导致政府债务的增加，为了化解风险要么紧缩财政支出，要么借助央行之手将债务货币化，

⁴ 即著名的蒙代尔-弗莱明模型，根据此模型提出货币政策独立性、固定汇率和资本自由流动的“不可能三角”。

⁵ 这一结论的前提是短期的非一般均衡结果，紧缩和宽松的货币政策对经济增长有与汇率相反的影响，长期效应可能反转。

前者导致经济增速向下货币贬值，后者则会直接导致货币贬值。

图9: 政策周期与汇率波动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

我国的数据也证明，大部分的宽货币周期人民币都有所贬值，而财政政策的影响则相对不明显。对标一揽子货币的实际有效汇率指数在不同周期下没有明显规律，而人民币对美元的汇率规律性较强。可以看到货币宽松时人民币相对美元贬值或汇率触底反弹，在 7 个宽货币时期中仅有 2020-10 到 2021-03 和 2023 年下半年货币有所升值，其余 5 个时期均为对美元贬值⁶。

(三) 股、债在不同政策组合下的走势与表现

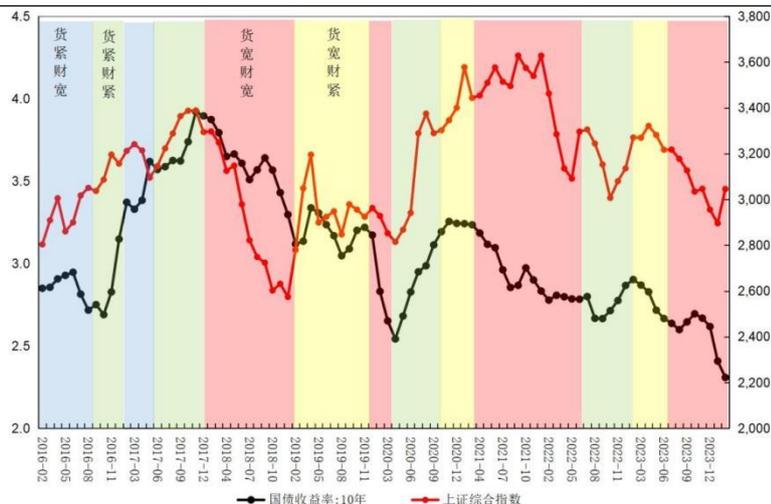
资产价格在单一政策（尤其是货币政策）下的研究已有很多，但关注政策组合的研究则较少。货币政策方面，不管是数量型还是价格型工具，宽松的货币政策往往导致货币供给增加或利率下行，一般而言有利于股市上涨，但仍然受逆周期性影响，即经济面临下行压力时货币政策的效果不明确；另一方面这两个渠道则都有利于债券。财政政策对股票的影响则较为间接，主要体现在对后续经济修复的预期上，部分结构性的财政政策会带来较为明确的行业机会；财政政策对债市的影响除了基本面效应外，还有财政存款波动和政府债供给带来的流动性效应⁷。

本文关注股债在不同政策组合下的表现，主要是沪深 300 指数和 10 年期国债收益率。简单总结来看，股债在政策取向一致时有较强的规律性，在双宽/双紧时股指和收益率同时下跌/上涨。而在宽货币+紧财政和紧货币+宽财政时期则缺乏一致趋势，其中股票在紧货币+宽财政时期均表现为震荡上行。在宽货币+紧财政/紧货币+宽财政组合下，IS-LM 模型中利率应当下行/上行，而实际却缺乏一致趋势。

图10: 政策周期与大类资产表现

⁶ 由于是对美元的汇率，影响因素不仅是中国的货币政策，还包括美国的货币政策。

⁷ 财政存款提高会降低流通中的基础货币，从而导致流动性偏紧；国债、地方债的发行加快理论上会带来利率债供给增加不利于债市，但事实上扰动或不明显。

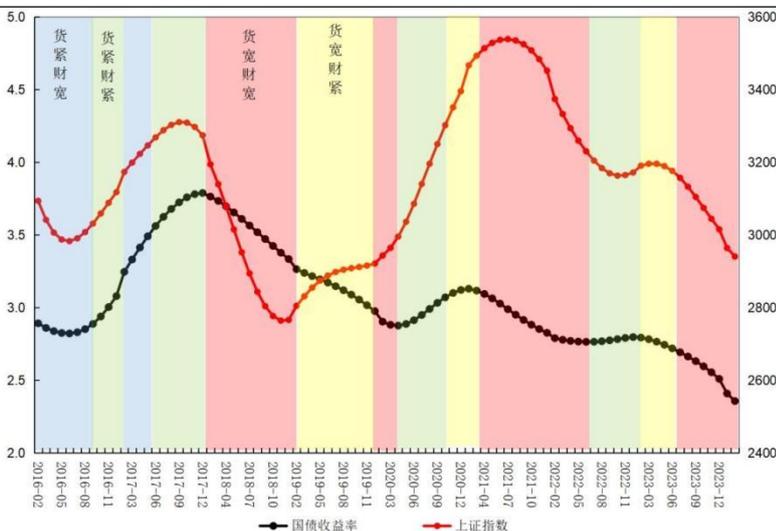


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

理论模型与实际情况出现偏差可能有几个原因：一是理论模型的变量均为实际变量，此处的国债收益率和股指均为名义变量；二是静态模型具有局限性，难以反映动态现实；三是理论分析是反事实的，即假设其他条件不变，但事实上其他影响因素可能占主导，如监管政策、贸易摩擦、疫情等。例如，如何解释理论上双宽政策能有效提高产出水平，但这些时期股票指数总是下行？如果将影响因素简单拆解为基本面和政策面，则基本面的负面效应主导政策面的正效应，或者说如果没有双宽政策基本面和股指将下行更多，这是静态模型与动态现实的错配。

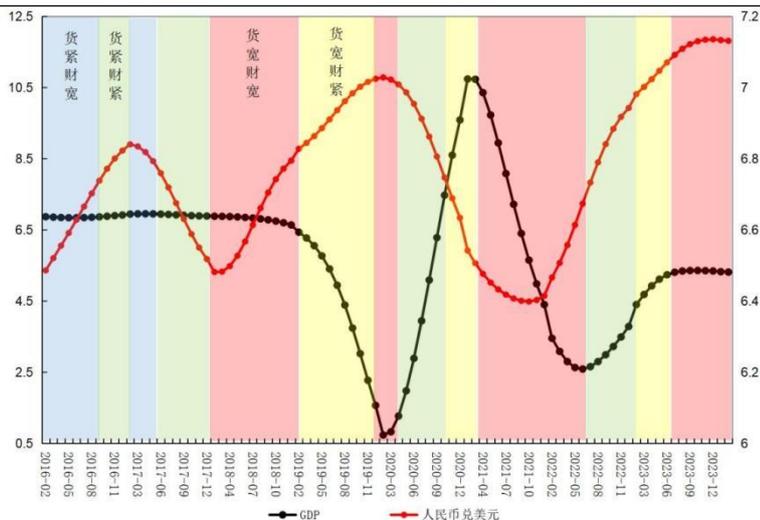
为观察各变量在不同政策组合下的趋势变化，我们通过 HP 滤波过滤掉其波动性。

图11：H-P 滤波后的股指和国债收益率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：H-P 滤波后的增速和汇率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

对上述变量的观察总结来看：

2016-02 至 2016-09 的紧货币+宽财政时期，经济增速下滑趋缓但压力未消。通胀保持稳定，CPI 温和上涨，PPI 微跌。政策上推进供给侧结构性改革，实施积极的财政政策和稳健适度的货币政策。国债收益率先上后下，沪深 300 波动上行，人民币相对美元贬值。

2016-09 至 2017-02 的紧货币+紧财政时期，楼市限购限贷政策频繁出台，经济预期走弱。下半年价格指数有所回升，货币政策因汇率、资产价格等态度偏紧，下半年监管对去杠杆态度明确。国债收益率和沪深 300 指数均表现为上行，人民币相对美元贬值。

2017-02 至 2017-06 的紧货币+宽财政时期，基本面超预期，固投增速反弹，金融严监管，银行业面临大规模检查。资产表现为利率上行、股指震荡上行，人民币对美元升值。

2017-06 至 2018-02 的紧货币+紧财政时期，基本面仍具韧性，通胀预期升温。金融严监管，货币政策收紧，11 月出台资管新规征求意见稿，12 月美联储加息。国债收益率和沪深 300 指数均表现为上行，人民币对美元升值。

2018-02 至 2019-02 的宽货币+宽财政时期，经济增速继续下行，CPI 波动下行，PPI 回落。中美贸易摩擦导致外部环境严峻，预期较为悲观。国债收益率和沪深 300 指数均有所下行，人民币相对美元贬值。

2019-02 至 2019-12 的宽货币+紧财政时期，在经济数据波动、贸易摩擦、包商银行事件、非洲猪瘟导致 CPI 快速上升等影响下，国债收益率和沪深 300 指数均表现为震荡，人民币相对美元贬值。

2019-12 至 2020-04 的宽货币+宽财政时期，大流行爆发，经济增速走出深 V 型，通胀下行。债券迎来牛市，沪深 300 下行，人民币相对美元贬值。

2020-04 至 2020-10 的紧货币+紧财政时期：5 月经济、疫情、政策同时迎来拐点，债市转熊，股指上行，人民币对美元升值。

2020-10 至 2021-04 的宽货币+紧财政时期：三季度增速回升但不及预期，通胀偏低，信用违约事件爆发，美国大选结束；21 年一季度在外需拉动下 PPI 较高，宏

观政策相对克制，收益率震荡。股指冲高回落，人民币相对美元升值。

2021-04 至 2022-07 的宽货币+宽财政时期：21 年内需较弱，7 月央行降准，收益率总体下行；22 年上半年疫情反复，地产风波，收益率低位震荡。总体来看在此区间收益率和股指均有所下行，人民币相对美元贬值。

2022-07 至 2023-02 的紧货币+紧财政时期：下半年地产政策持续放松，经济数据偏弱，通胀下行。理财赎回潮等导致收益率上行，股指则先下后上，人民币相对美元先贬后升。

2023-02 至 2023-07 的宽货币+紧财政时期：开年强预期带领收益率上行，后续基本面偏弱，财政政策发力不明显，收益率一路下行，股指也震荡下行。人民币相对美元贬值。

2023-07 至 2023-12 的宽货币+宽财政时期：二季度数据偏弱，年中一揽子稳增长政策发力，经济数据超预期，通胀维持低位。收益率探底回升，但股票仍然下行，人民币相对美元则有所升值。

图13: 不同政策组合下的股债汇表现

属性	理论上应该针对何种基本面	时期	利率变化方向	利率变化幅度	沪深300	汇率(相对于美元)
宽货币+宽财政	经济疲软+通缩(低谷期)	2018.02-2019.02	下	下降75bp	下	贬值
		2019.12-2020.04	下	下降63bp	下	贬值
		2021.04-2022.07	下	下降38bp	下	贬值
		2023.07-2023.12	缺乏一致趋势	2.6%-2.7%之间震荡	下	升值
紧货币+紧财政	经济过热+通货膨胀(繁荣期)	2016.09-2017.02	上	上升62bp	上	贬值
		2017.06-2018.02	上	上升20bp	上	升值
		2020.04-2020.10	上	上升65bp	上	升值
		2022.07-2023.02	上	上升23bp	先下后上	先贬后升
宽货币+紧财政	经济过热偃头+通缩(复苏期)	2019.02-2019.12	缺乏一致趋势	3.0到3.35%之间震荡	震荡	贬值
		2020.10-2021.04	缺乏一致趋势	3.18到3.26%之间震荡	冲高回落	升值
		2023.02-2023.07	下	下降23bp	震荡下行	贬值
紧货币+宽财政	经济增速下行+通货膨胀(滞胀)	2016.02-2016.09	缺乏一致趋势	先上后下, 2.85到2.95到2.75	震荡上行	贬值
		2017.02-2017.06	上	上行20bp	震荡上行	升值

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

五、结论

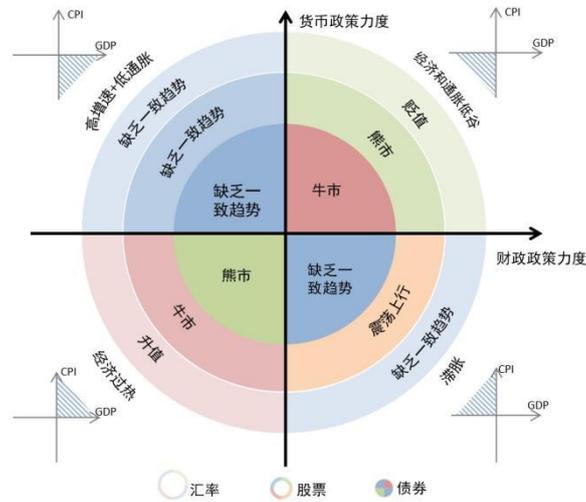
结论可以总结为三条：一是经济上表现为逆周期性，价格上货币政策紧缩时通胀下行，而宽松时通胀往往触底回升；二是宽货币政策的时期人民币往往贬值，而财政政策的影响则相对不明显；三是股债在政策取向一致时有较强的规律性，在双宽（双紧）时股指和收益率同时下跌（上涨），而在宽货币+紧财政和紧货币+宽财政时期则缺乏一致趋势，其中股票在紧货币+宽财政时期均表现为震荡上行。

此外我们认为仍有以下几点需要注意：一是政策相对于经济基本面有一定的滞后性，很多时候是观察到基本面发生趋势性变化后政策才会出台；二是很多时候政策并非影响资产价格第一要素，且难以单独分离政策影响，因此不能作为资产价格走势的简单判断依据；三是宏观政策协同性和前瞻性或许会逐渐加强，若前瞻性提高历史规律可能改变，应当重新进行归纳。

最后我们将每个政策组合下股票和国债收益率的基本变化规律总结到类似于风火轮的四象限图中，如下图所示。横轴代表财政政策的宽松程度，纵轴代表货币政策的宽松程度，因此第一象限表示财政和货币政策双宽松的情况。每个象限中包

含的小坐标系则代表理论上对应的经济状态，如第一象限财政货币政策双宽的时期应当对应增长和通胀均偏弱的状况，即经济位于小坐标系的第三象限。

图14: 政策组合轮盘



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

风险提示

政策指数构建不合理，政策周期划分有偏差。

参考文献:

李井奎, *IS-LM 模型: 一个经济思想史的考察*, 《学术月刊》, 2022, 第 8 期

李成、李一帆、张伟, *财政政策与货币政策的动态搭配和组合模式*, 《改革》, 2020, 第 2 期

附录

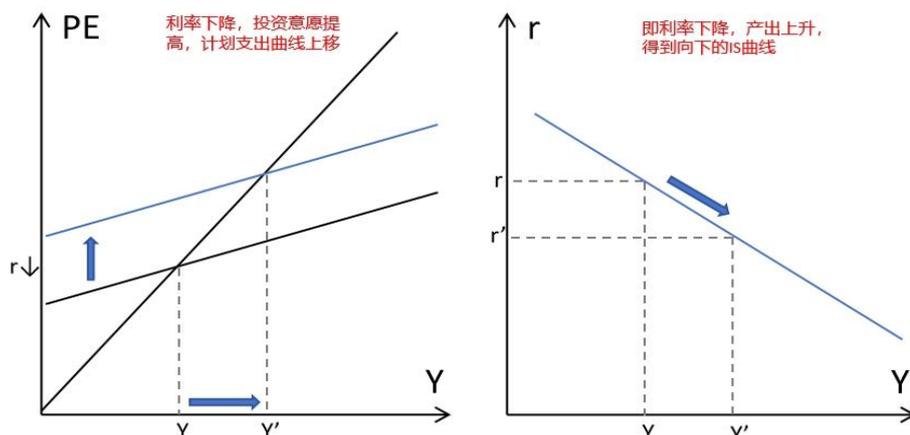
一、IS-LM 模型基础版本

(1) IS 曲线的纵轴是利率 r , 横轴是收入 Y , 代表的是实际支出和计划支出均衡情况下, 所有的 r 和 Y 的组合。其公式为:

$$Y=C(Y-T)+I(r)+G,$$

利率下降时, 投资意愿增加, 导致产出增加, 即 IS 曲线斜率为负, 利率与产出存在负相关性。

图15: IS 曲线来自凯恩斯交叉



资料来源: *Macroeconomics*, Olivier Blanchard, 国信证券经济研究所整理

(2) LM 曲线源于真实货币供给和需求的均衡, 真实货币以 M/P 即名义货币和价格之比表示, 需求函数为利率 r 和产出 Y 的函数, 即

$$(M/P)_d = L(r, Y),$$

供给由央行外生决定, 即视作外生给定常数

$$(M/P)_s = M^*/P^*.$$

联立供需方程, 可以得到 LM 曲线

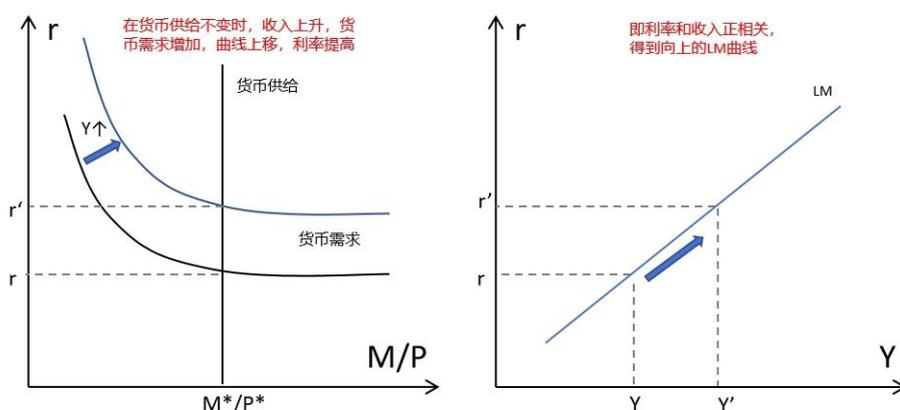
$$M^*/P^* = L(r, Y),$$

其中 $\partial L / \partial r < 0$ 且 $\partial L / \partial Y > 0$, 由隐函数定理可得对于 LM 曲线,

$$dr/dY = -(\partial L / \partial Y) / (\partial L / \partial r) > 0,$$

即 LM 曲线向上倾斜。

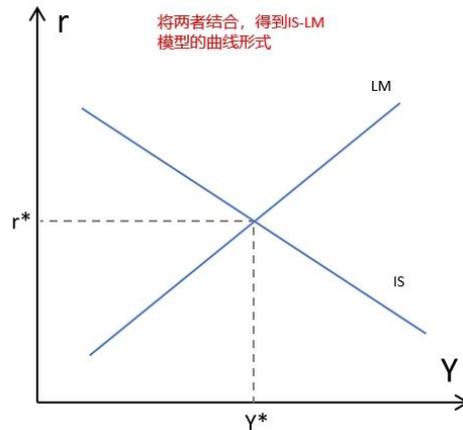
图16: LM 曲线来自于真实货币供需关系



资料来源: *Macroeconomics*, Olivier Blanchard, 国信证券经济研究所整理

将 IS 曲线与 LM 曲线结合，可以得到经典的 IS-LM 模型图示。

图17: 两者结合，得到 IS-LM 模型



资料来源: *Macroeconomics*, Olivier Blanchard, 国信证券经济研究所整理

二、美国经验回溯

最后在相似的逻辑下，观察美国的政策周期与资产表现。根据美国的财政预算赤字率和联邦基金利率来划分政策周期，并考察美债收益率和标普 500 的表现。从结果来看，美国 2008 年至今的政策周期大致可以划分如下：

2009-2012 年——财政货币双宽。次贷危机爆发后，美联储迅速降低利率至零下限并开启 QE，赤字率也抬升至 10%，SP500 触底反弹，美债收益率也迅速下降。

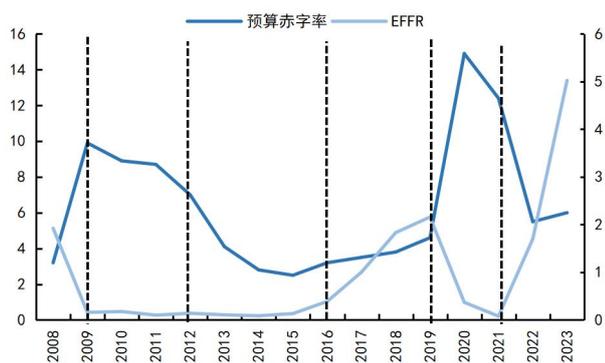
2013-2015 年——宽货币+紧财政。在此阶段美债收益率先上后下缺乏一致趋势，标普 500 增速也先上后下。

2016-2019 年——紧货币+紧财政。美联储开启加息，赤字率维持在相对低位。美债收益率仍然震荡。

2020-2021 年——宽财政+宽货币。疫情暴发后美联储迅速降息至零利率下限并开启无限量 QE，同时连续出台多项财政刺激法案，预算赤字率快速攀升。经济状况为触底后迅速复苏，因此美债收益率和股指也有相似表现。

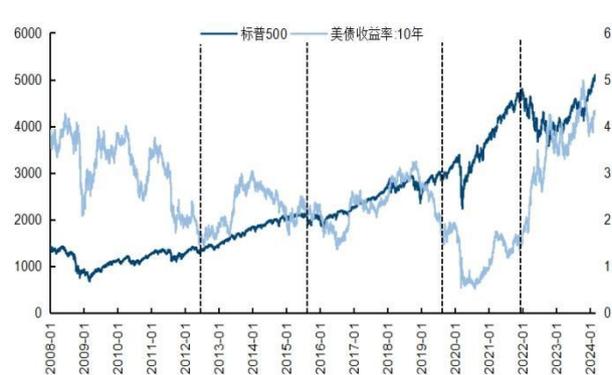
2022 年至今——宽财政+紧货币。在大规模财政刺激和外部影响下，通胀迅速抬升，美联储开启加息，但财政赤字率仍然维持较高的水平。在此政策组合下，收益率震荡上行而股指触底反弹。

图18: 美国货币财政政策周期



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 美国股债表现



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

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。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

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中所提及的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 层
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