

宏观经济专题研究

“新不可能三角”下的艰难选择

核心观点

今年以来，我国货币金融格局加速演变。LPR 利率与政策利率“脱钩”；央行买卖国债“箭在弦上”；金融数据进入“存量优化”阶段；长端利率对央行引导“置若罔闻”，央行可能借券卖出……这些复杂的“非线性”调整背后，映射出央行可能在其政策目标间面临艰难选择。

与美联储等海外央行的“单目标”或“双目标”体系不同，我国货币政策诉求较多，各目标间互有制衡，因此可能阶段性出现“风格漂移”，静态视角下“刻舟求剑”式的分析框架可能失效。

因此，厘清央行当下的处境至关重要。我们认为，当前央行在“稳汇率”、“防缩表”和“保息差”三个相对急迫且互相掣肘的目标组成的“新不可能三角”中，或优先选择“稳汇率”，其余两个目标可能阶段性做出牺牲。

下半年货币政策有望出现“跷跷板”效应，分为两个阶段：

在美联储首次降息前，以暂时性“挪用”银行息差为代价，优先保障“稳汇率”和“防缩表”。具体体现为：引导银行通过调降 LPR 或降低存量贷款加点的方式预防缩表风险，并加大实体经济支持力度；为防范汇率超调风险，政策利率需保持稳定；由于理财和货基等非银产品收益与政策利率强相关，在不降政策利率的情况下，为避免银行资金“出表”，存款利率无法随 LPR 调降；结果是银行息差受到暂时性“挤压”。为此，央行可能选择在这一时期降准进行对冲，类似在 2018 年美联储紧缩期央行面对国内经济下行压力时做出的选择。

在美联储开启降息后，国内外的政策周期差趋于收敛，“稳汇率”压力阶段性下降，央行政策诉求将向“保息差”倾斜。届时，政策利率与存款利率有望同时调降，回补前期“挪用”的银行息差，“保息差”重回政策重心。

需要提示的是，央行并非没有可以“一举三得”的手段。特殊情形下，央行可能通过收紧利率走廊下限的方式兼顾三大目标。一方面，提升超额利率将提升银行体系购债的机会成本，某种程度上改变债市供需力量配比，进而对债券利率和汇率形成支撑。另一方面，提升超额准备金利率，可以增加银行的资金收益（或者说，降低银行获取基础货币的成本），缓解 LPR 调降带来的银行息差压力。

风险提示：海外市场动荡，海外经济进入衰退。

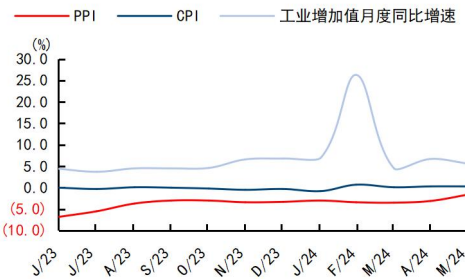
经济研究·宏观专题

证券分析师：董德志 联系人：田地
021-60933158 0755-81982035
dongdz@guosen.com.cn tiandi2@guosen.com.cn
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	4.00
社零总额当月同比	3.70
出口当月同比	7.60
M2	7.00

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-市场真的需要那么“高度聚焦”的关注 M2 吗?》——2024-06-14
- 《宏观经济专题研究-他山之石：从联储购债看央行交易》——2024-06-11
- 《2024 年中国经济的韧性体现在哪里?》——2024-06-06
- 《宏观经济专题研究-周期系列二：寻找虚拟世界的周期锚》——2024-06-03
- 《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》——2024-05-31

内容目录

背景：“多目标”下的艰难权衡	4
“新不可能三角”的内在逻辑	5
央行如何选?	7

图表目录

图 1: 国债利率与名义经济增速背离	4
图 2: 政府融资在社融存量中占比不断提升	4
图 3: “新不可能三角”	4
图 4: 实际新增贷款在萎缩边缘	5
图 5: 居民部门杠杆率停滞	5
图 6: 银行净息差不断下滑	6
图 7: 存贷款利率同步调降成为新特征	6
图 8: 今年以来, 逆周期因子持续加码	7
图 9: 今年以来, 中美利差不断走阔	7
图 10: “新不可能三角”下的央行货币政策跷跷板	8
图 11: 美联储加息周期中, 人民银行通过降准达到宽松效果	8
图 12: 我国利率走廊为“上窄下宽”的宽走廊格局	8

背景：“多目标”下的艰难权衡

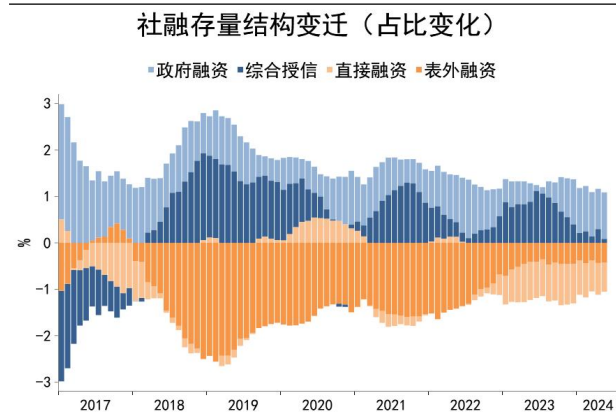
当前，我国经济在内外部压力下持续“磨底”，仍处于复苏前期。随着经济结构转型和改革的持续深入，金融体系也映射出诸多“非线性”变化，譬如社会融资数据剧烈调整、货币派生与流通不畅等等。尤其是近期在央行密集的风险提示下，长端利率仍不断下探，与经济复苏大方向的背离引发广泛讨论。

图1：国债利率与名义经济增速背离



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

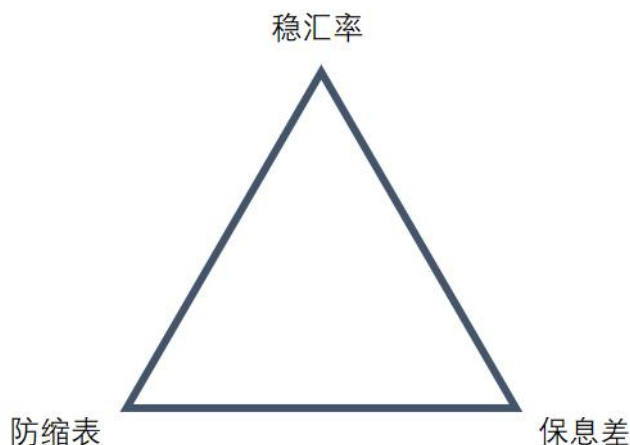
图2：政府融资在社融存量中占比不断提升



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

这样的背景下，货币政策的走向无疑是市场博弈的焦点。然而，与美联储等海外央行的“单目标”或“双目标”体系不同，我国货币政策诉求较多，一般认为起码包括“经济增长（充分就业）”、“币值稳定”、“内外平衡”、“金融稳定”等多重目标。各目标间互有制衡，因此我国央行可能阶段性出现“风格漂移”，静态视角下“刻舟求剑”式的分析框架可能失效。

图3：“新不可能三角”



资料来源：国信证券经济研究所绘制

因此，厘清央行当下的处境至关重要。我们认为，当前央行正面临新的艰难权衡，在“稳汇率”、“防缩表”和“保息差”三个相对急迫且互相掣肘的目标组成的“新不可能三角”中，美联储降息前央行或优先保障“稳汇率”，其余两个目标可能阶段性做出牺牲。

“新不可能三角”的内在逻辑

一是资产价格下行期，“防缩表”逐渐成为政策关切。近年来，关于中国是否会进入“资产负债表衰退”的争论喧嚣尘上。社会所关注的自然是企业和居民等私人部门的资产负债行为，但在我国目前以间接融资为主的金融体系下，私人部门缩表必然体现为商业银行的缩表。

与过往宏观调控时期的“主动去杠杆”不同，“资产负债表衰退”背后是信用扩张由供给约束转为需求约束，全社会的支出/收入比显著小于1，具有强烈的收缩效应。举个粗浅的例子，若居民月收入为1万元，在资产负债扩张期，其支出可能为1.2万元，支出收入比为1.2，背后反映的是其对长期收入或资产价格的信心；而在收缩期，出于对不确定性的担忧，该居民选择将资金优先用于去杠杆，其实际消费支出被压缩至6000元，支出收入比降至0.6。或许更重要的是，全局性“资产负债表衰退”具有强烈的象征意义，易被理解为经济将长期走弱的信号，从而引发社会悲观预期，进入“预期自我实现”的恶性循环。

图4：实际新增贷款在萎缩边缘

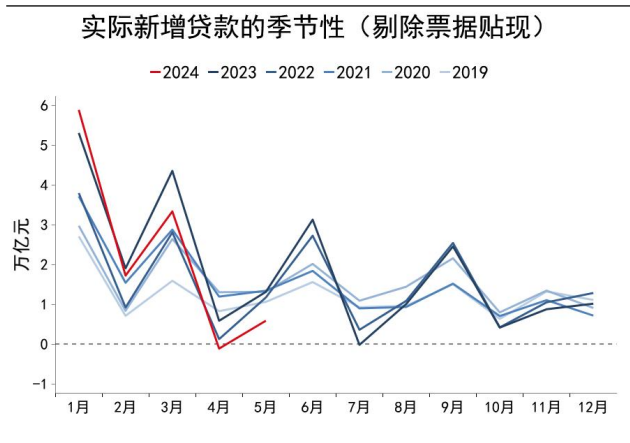
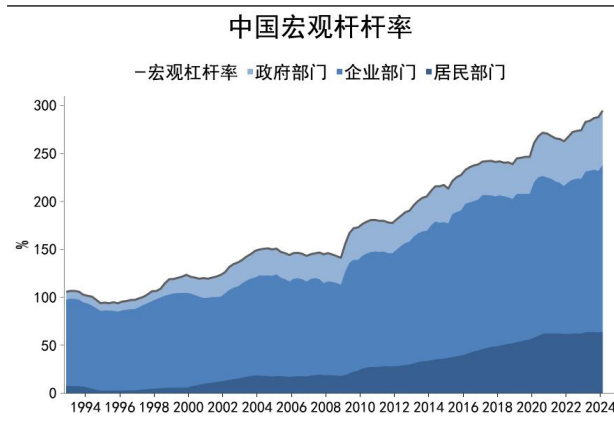


图5：居民部门杠杆率停滞



所以，有必要对“资产负债表衰退”进行前置性的严防死守。今年以来，我国新增社会融资规模下滑态势明显，政府融资成为中流砥柱，信贷投放持续回落，若剔除票据贴现的贡献，已接近负增长。造成这种情况的原因是多方面的，既包括增量不强的因素，如传统宽信用“抓手”房地产、城投平台进入新发展阶段，融资需求大幅下降；也包括存量萎缩的影响，如“防空转”、存量房贷提前偿还、金融工作思路从“做大做强”向“优化存量”转换等。假定经济基本面和预期短期难以出现质变的情况下，降低LPR等贷款利率是阻断/延长缩表链条的直接手段。此外，相对宽松的信用环境对于实体经济和资本市场的恢复性发展也将有所裨益。因此，从央行和银行视角看，当前“防缩表”大致等于降LPR。

二是为维护金融体系的稳健运行，“保息差”刚性不断上升。在我国进入新发展格局，经济结构转型提速的过程中，以中小金融机构、房地产和地方政府债务为代表的“三大风险”事实上进一步向银行体系集中。作为商业银行的“生命线”，净息差水平近年来持续下行，目前已经低于1.8%的合意位置，位于1.54%，对银行平衡支持实体经济与防范金融风险的两大目标构成制约。

而且，我国商业银行数量众多，发展水平分化明显，部分经营能力、风控能力相对偏弱的小型银行息差垫更薄，在面对风险时往往首当其冲。因此，维护银行合理息差水平已经成为货币和监管部门制定政策时的重要考量。

实践中，由于存款是银行的负债主体，设法降低存款利率是缓解银行存款压力的主要手段，可谓一举三得：一是降低银行主体负债的成本；二是避免调降政策利率等“显性”指标带来的汇率压力；三是可以进一步激活沉底淤积的存款资金。近期引导定期存款调降，禁止手工补息等举措是这一思路的延续。

然而，尽管 2022 年以来我国 LPR 下降前后均伴随存款利率的同步调整，但由于存量存款重订价时滞和存款定期化加剧（包括期限延长）等因素，银行负债端成本下降幅度滞后于资产端，息差仍在被不断侵蚀，降成本压力依然巨大。

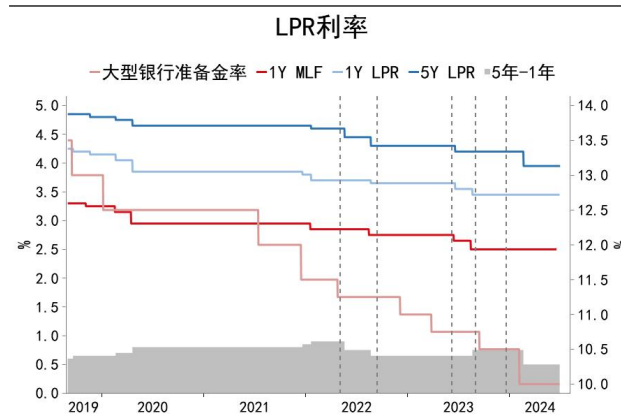
此外，在金融“防空转”新背景下，单纯调降存款利率难以为继，需要政策利率加以配合。随着存款利率不断下调，一些定期存款的收益与现金理财和货币基金出现倒挂，叠加这些非银产品变现能力逐步向 T+0 靠拢，相较存款的性价比不断提升，“存款”出表压力攀升。由于现金类非银产品收益与 R007 等资金利率存在较强的关联性，因此为防止存款“出表”带来的银行“缩表”，尽管 7 天逆回购、MLF 等政策利率对 LPR 的引导作用相对有限，但通盘来看仍有调降的必要。

图6：银行净息差不断下滑



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图7：存贷款利率同步调降成为新特征

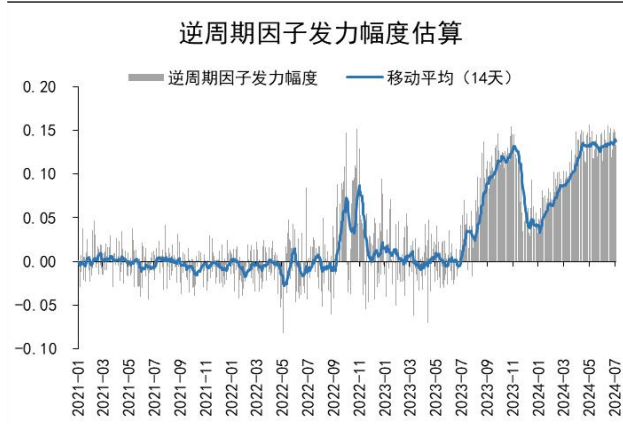


资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

三是“稳汇率”再度成为阶段性政策重心。按既往经验看，“稳汇率”目标在决策中的地位有较强的弹性，换言之，在汇率压力较大的时期，“稳汇率”诉求较为刚性，反之亦然。今年以来，随着企业结汇需求逐步释放，叠加美联储降息预期不断收敛，人民币汇率再度迎来较强贬值压力，我们测算的逆周期调节因子发力幅度不断加码。特别是 6 月后，美联储议息会议释放的鹰派态度叠加我国长端利率迅速下行，人民币兑美元汇率跌至 7.30 的关键点位。

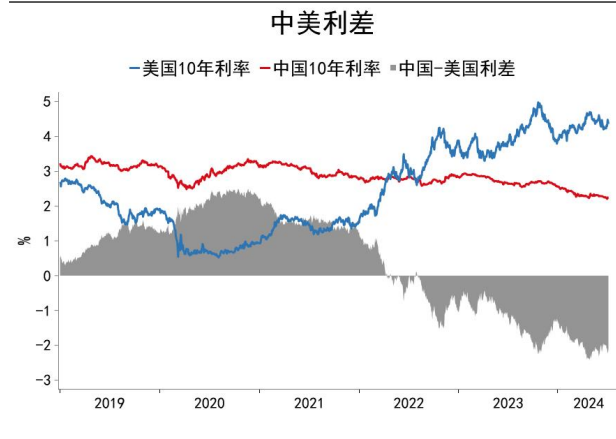
单从央行视角出发，即在海外流动性和国内基本面不变的情况下，“稳汇率”应避免过于宽松的货币政策导致中美利差倒挂幅度进一步扩大，尤其应避免政策利率的调降。但如前所述，政策利率不调降，则“防缩表”和“保息差”无法同时满足。若央行选择“不降政策利率”+“降 LPR”+“不降存款利率”，则意味着“保息差”被放弃；若央行选择“不降政策利率”+“不降 LPR 利率”，则意味着“防缩表”被放弃。

图8: 今年以来, 逆周期因子持续加码



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 今年以来, 中美利差不断走阔



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

央行如何选？

不难看出，“防缩表”、“保息差”和“稳汇率”三个紧迫目标构成了当前货币政策的“新不可能三角”。厘清这一处境，就不难理解近期央行诸多市场看来貌似“纠结”的行为。实践中，在内在逻辑的冲突下，三个目标无法被同时满足，央行如何取舍成为关键。

我们认为，以美联储为代表的海外流动性环境转向前，“稳汇率”是当前央行最为迫切的目标，“防缩表”次之，最后是“保息差”。

从中央金融工作会议的要求看，构建“强大的货币”被拔到前所未有的高度，“稳汇率”诉求进一步上升。“强大的货币”作为建设金融强国的六大目标之首，排名甚至高于“强大的中央银行”。作为强大货币的必备元素，币值稳定的重要性不断加强，而在当前我国通胀压力偏弱的背景下，防范汇率的顺周期超调成为关键。

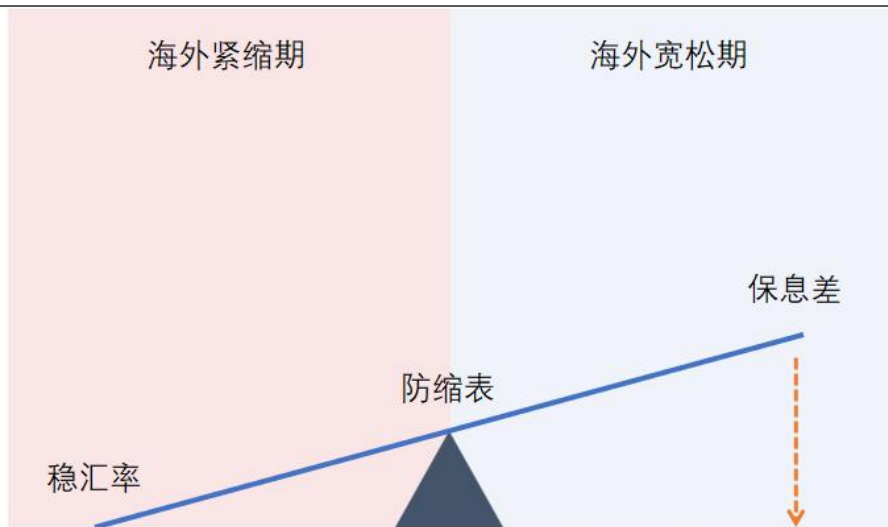
此外，目前人民币兑美元汇率已经站在7.30附近的重要关口。根据以往经验，这一位置是2015年“811汇改”后的关键心理点位，需要严防死守，一旦突破容易形成进一步的单边贬值预期，彼时再出手纠偏成本将更为高昂。近期我国长端利率持续下行，央行多次喊话劝导，但并未如市场所担忧般在跨季等关键点收紧流动性“训诫”，根本原因在于央行仍希望在“稳汇率”的同时尽力对金融支持实体的能力（“防缩表”）和金融/资本市场稳定性（“保息差”）加以兼顾。

在“防缩表”与“保息差”的权衡中，由于缩表同样具有较强的信号意义和单边自我加强的特征，应着力避免，而“保息差”的弹性相对更强，因此可以阶段性做出让步。

那么，在这样的判断下，下半年货币政策应该如何演绎？

下半年货币政策有望出现“跷跷板”效应，分为两个阶段：在美联储首次降息前，以暂时性“挪用”银行息差为代价，优先保障“稳汇率”和“防缩表”目标。在美联储开启降息后，国内外的政策周期差趋于收敛，“稳汇率”压力阶段性下降，人民行政策诉求将向内倾斜。届时，政策利率与存款利率有望同时调降，回补前期“挪用”的银行息差，“保息差”重回政策重心。

图10：“新不可能三角”下的央行货币政策跷跷板



资料来源：国信证券经济研究所绘制

聚焦当前至美联储首次降息前：

首先，以防止中美利差进一步走阔为抓手，着力引导长端利率企稳回升，与此同时保持政策利率平稳，避免发出矛盾信号。

其次，为稳定私人部门和金融机构资产负债表，仍将“以我为主”引导贷款成本下降，主要包括降低 LPR 报价利率或降低存量贷款利率加点。

再次，在需要暂时保持存款利率稳定的情况下，多渠道缓释上述操作对银行息差的冲击，其中降准可能是重要手段。参考 2018 年，在上一轮美联储加息周期中，我国央行面对国内经济下行，以及中美利差迅速收窄对资本流动和汇率的压力，在避免降息的情况下通过连续降准 5 次共计 350BP 达到兼顾经济增长和内外平衡的目标。

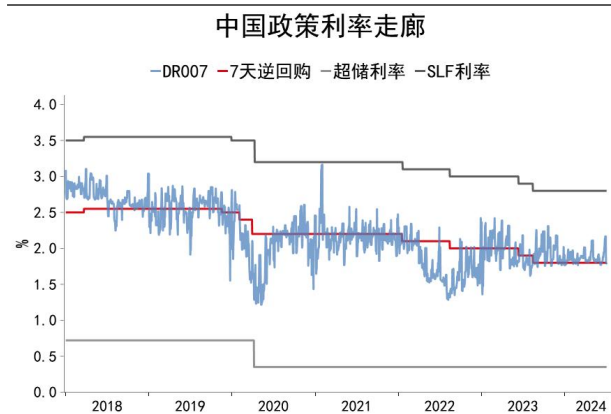
尽管当前我国降准空间已经略显逼仄，但随着央行逐步向买卖国债吞吐流动性的操作方式切换，降准仍不失为统筹兼顾的重要选项。粗略匡算，当前每降准 25BP 可以大约节省银行资金成本 44 亿元。

图11：美联储加息周期中，人民银行通过降准达到宽松效果



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图12：我国利率走廊为“上窄下宽”的宽走廊格局



资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

最后，仅作为理论性探讨，央行并非没有可以“一举三得”的手段。需要关注央行可能通过收紧利率走廊下限的方式兼顾三大目标。6月19日的陆家嘴论坛上，潘功胜行长表示将“适度收窄利率走廊的宽度”。当前我国利率走廊更多为“名义走廊”，宽度达245BP，对利率波动的约束能力相对有限，且呈现上窄下宽格局。利率中枢为7天逆回购利率，上限为中枢+100BP形成的SLF利率，下限为0.35%的超额准备金利率。

一般认为，央行利率走廊的收窄，将通过降低OMO和SLF加点的方式自然实现，但不可忽视的是，若将超额准备金利率适度提升（并与OMO的关系改为加点），则可以兼顾当前的三个目标：

一方面，提升超储利率将提升银行体系购债的机会成本，某种程度上改变债市供需力量配比，进而对债券利率和汇率形成支撑。

另一方面，提升超额准备金利率，可以增加银行的资金收益（或者说，降低银行获取基础货币的成本），缓解LPR调降带来的银行息差压力。当前我国银行体系超额准备金规模在3-4万亿元之间，每增加10BP超额准备金利率，可以节约银行成本30-40亿元，与单次降准25BP相仿。**需要指出的是，提升超额准备金利率约等于央行对商业银行的“转移支付”，以牺牲央行利润为代价，一般情形下落地可能性并不高。**

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