反思流动性："结构性短缺"的"罪与罚"——货币政策纵横谈（一）

2021 年 02 月 04 日

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
研究助理 邵翔
shaox@dwzq.com.cn

报告摘要

- **1 月央行流动性操作变得"精打细算"，这是货币政策"正常化"的重要表现。**去年 12 月央行扩大流动性投放后，1 月操作风格显著切换，除了部分时点外日均仅小额投放 20 至 50 亿元。临近月末央行货币政策委员马骏的"泡沫"言论加剧了市场的疑虑，货币市场利率大幅上涨。从流动性调控角度，我们认为这是货币政策正常化的重要表现，"矫枉过正"之后流动性的异常紧张状态将缓解。
- **回归"结构性流动性短缺框架"是正常化的重要表现。**"结构性流动性框架"是孙国峰司长推崇的流动性管理框架，该框架每日向银行体系循环小额注入流动性以满足准备金短期需求的特点与 1 月的操作不谋而合。**我们认为这一框架是今年货币政策正常化推进的主要方向。**
- **"结构性流动性短缺"并不代表货币政策紧缩。**该框架是大放水前全球央行主流的流动性管理框架，本身并没有货币政策态度的含义。核心在于制造流动性的紧平衡使央行处于有利的贷方地位，从而提高利率调控效率，更好地完成货币政策目标。
- **谨慎对待降准，MLF 和公开市场操作（逆回购）成为常态化的流动性调节工具。**法定存款准备金率能够制造银行体系对流动性（准备金）的刚性需求，是保持该框架稳定的重要基础，因此在正常情况下央行对于降准的态度较为谨慎，除非出现经济下行的明确信号或者较大规模的流动性冲击。常态下央行更倾向于使用主动的资产型工具来调节流动性，并且通常是"一长一短"相配合，经过近些年的尝试，MLF 和公开市场操作（逆回购）"脱颖而出"、成为主要的调节工具。
- **在该框架下该如何看待央行的货币政策？**
  - **流动性从相对充裕向相对"短缺"转变往往容易造成市场的"过激反应"。**去年 6 月和今年 1 月的中国流动性异常收紧，2019 年 9 月美国回购市场利率在缩表过程中飙升，都是流动性环境的变化叠加财政收支、跨月跨季、市场结构等因素发酵而来。
  - **孙国峰司长任内央行或更加重视这一框架。**这或导致货币市场利率的波动性上升，DR007 与逆回购利率利差的指示意义下降。政策利率（逆回购和 MLF 利率）成为操作目标，对于货币政策态度拥有"最终解释权"。
  - **MLF 成为提供中长期流动性的主要工具，但缓解流动性约束还需适时调整准备金率。**与海外主要经济体直接购买证券相比，MLF 提供流动性的久期偏短，而当前国内创设更长期限的常备工具和直接购买国债都存在难题，降准是重要备选方案，这或是 2017 年后央行推出普惠定向降准的初衷之一。
- **从流动性框架的角度，今年降准的必要性下降，普惠定向降准更多地将成为缓解信用压力的工具。**去年央行中长期资金的投放较大，而今年央行有控制信贷增速的诉求，综合考虑通胀的压力，预计央行会谨慎对待降准工具，例外的情形是信用环境超预期恶化。
- **风险提示：**新冠病毒变异、疫苗失效，疫情扩散恶化，经济再受重创，央行政策超预期扩大宽松。低基数效应叠加投资周期和海外房地产周期的启动，经济出现过热迹象，央行超预期收紧货币政策

相关研究

1、《宏观点评 20210203：集装箱还会紧多久？出口还会火多久？》2021-02-03
2、《宏观点评 20210131：如何看待"紧房贷"和"紧信用"？》2021-02-01
3、《宏观点评 20210131：1 月 PMI 点评：经济扩张放缓，流动性担忧有望缓解》2021-01-31
4、《宏观点评 20210131：1 月 3623 亿新发地方债去哪了？》2021-01-31
5、《宏观点评 20210129：另一个视角看流动性收紧》2021-01-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

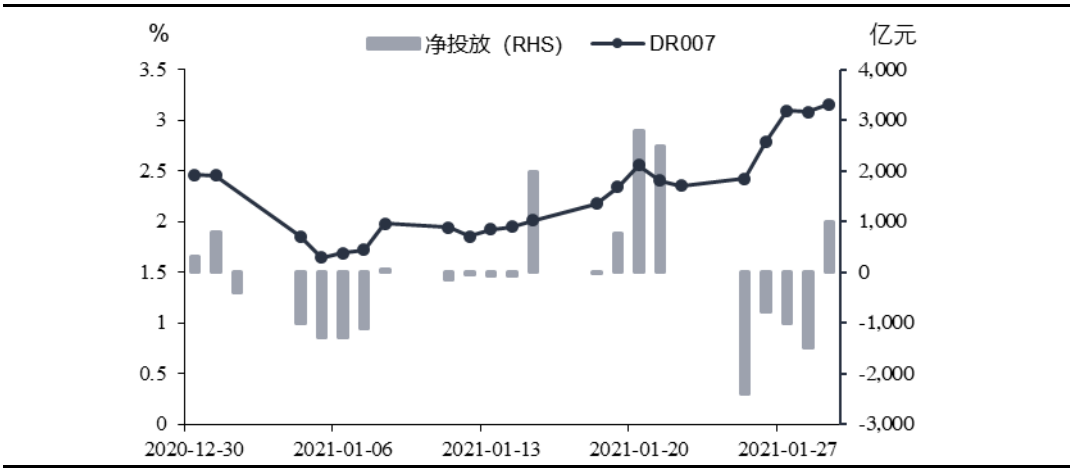
1. 重回“结构性流动性短缺”框架：从 12 月至 1 月 3
2. 四点看懂“结构性流动性短缺框架” 4
3. 如何在“正常化”的框架下理解当前的货币政策？ 8
4. 风险提示 13

图表目录

图 1：1 月流动性净操作和回购利率 3
图 2：去年 12 月信托（非标）贷款和企业债融资疲弱或是央行宽松的潜在原因 4
图 3：“结构性流动性紧缺框架”的简要逻辑图 5
图 4：“结构性流动性紧缺框架”的一般操作框架 6
图 5：央行近年流动性调控工具（期限由长到短） 7
图 6：对存款性公司的债券成为主要的流动性投放渠道 8
图 7：MLF 和 PSL 是央行主动负债的主要组成部分 8
图 8：PSL 或将逐步退出舞台 8
图 9：MLF 成为越来越重要的流动性调节方式 8
图 10：2020 年 6 月正常化过程中的市场过激反应 9
图 11：2021 年 6 月正常化过程中的市场过激反应 9
图 12：美联储缩表下财政存款异常增加…… 9
图 13：……导致美国隔夜回购利率在 2019 年 9 月飙升 9
图 14：银行间市场利率波动性 10
图 15：DR007 和 7 天逆回购利率 10
图 16：市场利率和政策利率利差的指示意味在减弱 10
图 17：“短缺框架”：美联储通过购买证券来提供中长期流动性（准备金）（2008 年之前） .. 12
图 18：“短缺框架”：欧央行最终也选择了通过购买证券来提供长期流动性 12
图 19：外汇占款和法定存款准备金率 12
图 20：MLF 余额和法定存款准备金率 12
图 21：2020 年再贴现和再贷款的推进情况 13

2021 年 1 月央行货币政策操作一反去年 12 月的风格，变得“精打细算”——日常小额投放，仅在缴税、缴准等流动性紧张的时刻才加大资金供给。临近月末，随着前期投放的资金大量回笼，货币市场利率上涨幅度近年来罕见。尤其在央行货币政策委员马骏关于股市和房市泡沫的发声后，市场不禁要问货币政策是否开始转向了？

图 1：1 月流动性净操作和回购利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

分析货币政策角度众多，本篇报告从政策设计的维度进行分析，我们认为货币政策当前正在向常态化转变（normalization），“灵活精准、合理适度”的政策基调并没又发生转变。1 月末“矫枉过正”之后，2 月流动性的紧张局面将缓解，不过在结构性短缺框架下货币市场利率的波动性依旧较大，中枢相较此前上移是大势所趋。

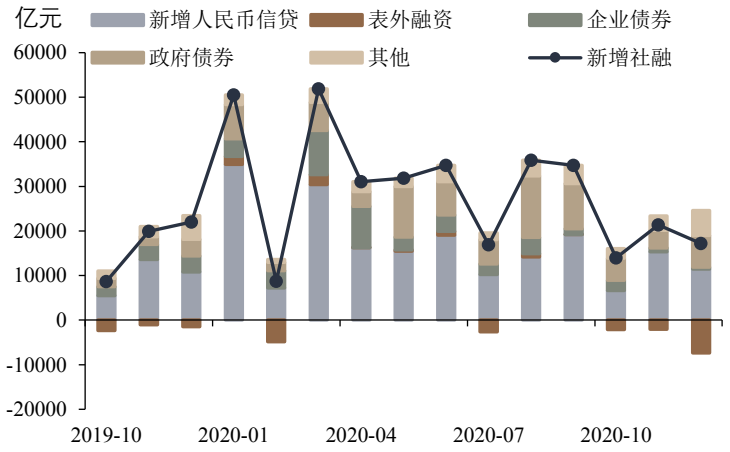
1. 重回“结构性流动性短缺”框架：从 12 月至 1 月

后验来看，12 月货币政策的宽松是暂时性的。从去年 11 月 25 日神秘机构在交易所通过国债回购进行大量投放开始，央行先后通过 MLF 和逆回购输送了大量流动性，中央经济工作会议“恰逢时宜”的“不急转弯”着实让市场兴奋了一把。后验地来看，12 月的宽松确实有一定的理由，例如信用市场、阶段性非标压降和汇率升值的压力，不过局部房地产市场和股市的火热引发了央行的担忧。

循环小额注入流动性央行是“结构性流动性短缺框架”的典型特征。自 1 月 8 日以来，除开部分时点央行基本维持日投放 20 至 50 亿的规模，而孙国峰 2017 年在《比较》杂志上发表《结构性流动性短缺的货币政策操作框架》一文指出：“在结构性的流动性短缺框架下……另一方面每日向银行体系循环小额注入流动性以满足准备金的短期需求，并以此控制货币市场利率”。

我们认为回到这一框架正是货币政策回归常态的重要体现。那么该框架对于当前和未来的货币政策有怎样的指示意义？

图 2：去年 12 月信托（非标）贷款和企业债融资疲弱或是央行宽松的潜在原因



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 四点看懂“结构性流动性短缺框架”

“结构性流动性短缺框架”是全球央行大放水之前较为主流的央行进行流动性管理的框架，首先需要明确的是其中的**“短缺”并不暗含政策收紧**，这一框架本身是中性的，其核心在于**通过有效控制流动性（准备金）[1]供需关系，在紧平衡的基础上央行处于有利地位（贷方地位），能够提高政策调控的效率**，我们可以从以下方面来了解这一框架的重点：

商业银行[2]准备金也存在“库存”波动模式。一般企业在面临非意愿库存增加（或减少）时，若认为这一库存的波动时短期的，则企业不会改变生产经营规模，若认为是中长期变化则会相应扩大（或降低）生产规模。同理在流动性的框架中，这一“非意愿库存”被称作“缓冲库存准备金”，只有当商业银行认为库存准备金发生中长期变化，才会相应地改变资产负债表的规模和结构，调整信贷业务，进而影响实体经济，这是这一框架的**核心宏观逻辑**。

保持结构性的流动性紧缺可以增强央行对利率的调控能力，更有效地实现货币政策对实体经济的影响。紧平衡的市场中供给方拥有更大的定价权，央行能够更好地通过利率和政策操作影响商业银行的预期和业务调整。

法定存款准备金是构建“短缺”的基础，降准本质是降低流动性需求，不是央行操

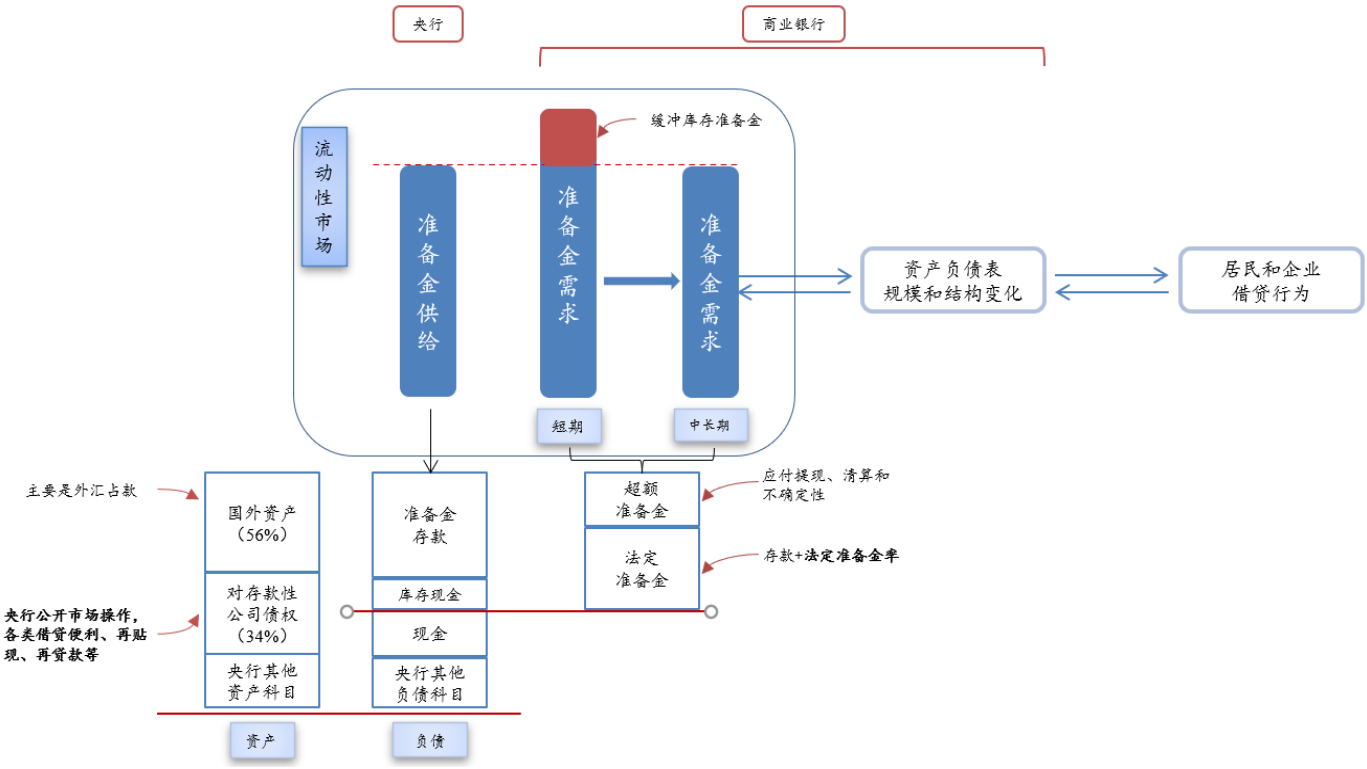
[1] 本文中如果不另加说明，准备金等同于流动性。
[2] 准确来说是存款类金融机构，此处为简化起见。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

作的常用手段。法定存款准备金使得商业银行产生刚性的准备金需求——只要存款不大幅下降，这是结构性紧缺框架的基础。今年 1 月 15 日在 2020 年金融统计数据新闻发布会上孙国峰明确表示“不论与其他发展中国家相比还是与我国历史上的准备金率相比，目前的存款准备金率水平都不高”。不难看出央行在货币政策正常化过程中对于降准工具的谨慎。不过例外的是，**当存款趋势性显著增长时央行可以适时地下调存准率来稳定流动性的需求规模和供求比例**，这或是 2017 年以来推出普惠定向降准政策的初衷之一。

央行更倾向于通过主动扩张资产的工具来增加流动性供给。哪些是主动扩张资产的工具？例如现在最常见的逆回购、MLF，央行通过这些工具投放流动性可以增加对于存款性公司（或者政府的债权[3]），扩大资产负债表规模。与降准相比，主动扩张资产的工具的空间更大，对利率的影响更大（通常会导致债券抵押品的供给减少），而降准只是调整央行负债结构，甚至可能导致央行缩表（比如银行用降准获得的准备金偿还 MLF 到期资金）。另外值得注意的是由于汇率制度的特殊性，人民银行存在非主动(或称为自发性)的资产款张渠道——外汇占款，在央行资产科目中占比最大（2020 年 12 月为 56%），不过近年来该渠道对于新增流动性投放的影响越来越小（图 6）。

图 3：“结构性流动性紧缺框架”的简要逻辑图



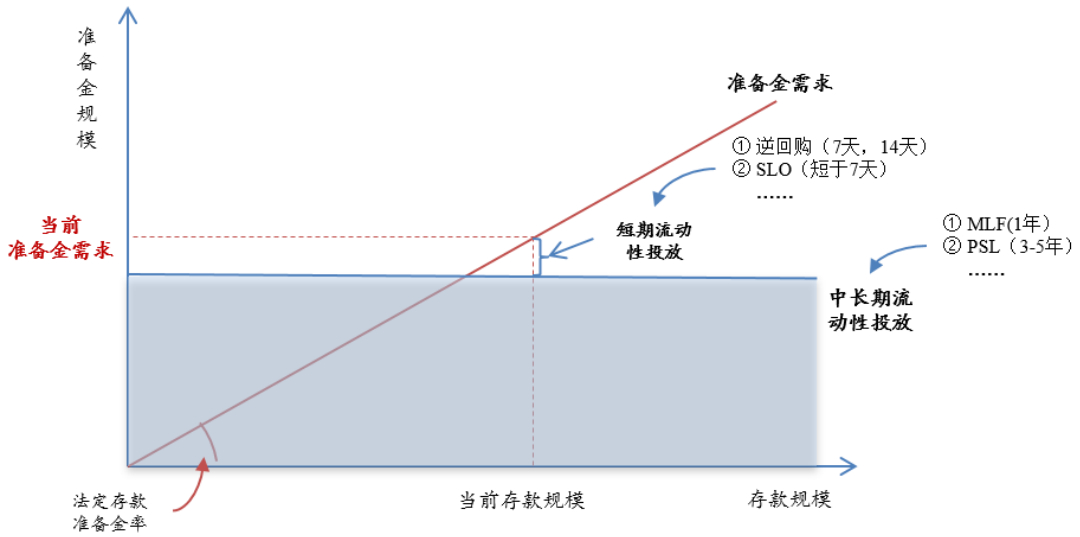
数据来源：东吴证券研究所绘制

[3] 由于在我国央行直接购买国债还存在较大争议，所以央行对政府的债权规模较小且稳定，主要是 2007 年财政部成立中投公司发行的特别国债。

采用“一长一短”两个期限工具来调节流动性。 在该框架下，面对不同期限的流动性需求，央行一方面会通过购买国债或者向商业银行提供中长期贷款来满足中长期需求，**当前以 MLF（1 年期）为主**，其他诸如 TMLF（3 年），PSL（3 年）等为辅。另一方面则通过逆回购等短期限工具“每日向银行体系循环小额注入流动性”，当前**以 7 天逆回购为主**。易纲行长在《建设现代中央银行制度》、孙国峰司长在《健全现代货币政策框架》均提出要“完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利（MLF）利率为中期政策利率的央行政策利率体系”，正好与这“一长一短”的工具搭配相吻合。回顾历史，央行也在不断的试错中寻找适合的政策工具和简化政策工具体系（图 5），随着 PSL 和 TMLF 逐步“萎缩”，MLF 和公开市场操作（逆回购和正回购）最终“脱颖而出”（图 8 和图 9）

总结而论，在我国结构性流动性紧缺框架已经逐步形成：以法定存款准备金为基础，制造银行体系的流动性（准备金）刚性需求，央行处于有利的“贷方”地位，通过 MLF 提供中长期流动性，通过逆回购调节短期的流动性冲击。如果出现较大的流动性冲击（例如外汇占款大幅增加或减少），则通过调整准备金率来稳定这一框架。**我们认为货币政策正常化的重要一点就是要回到这一框架中**。

图 4：“结构性流动性紧缺框架”的一般操作框架



注：上图中为了简化没有考虑超额准备金需求，同时将缴准基数简化为存款规模。
数据来源：《比较》，东吴证券研究所绘制

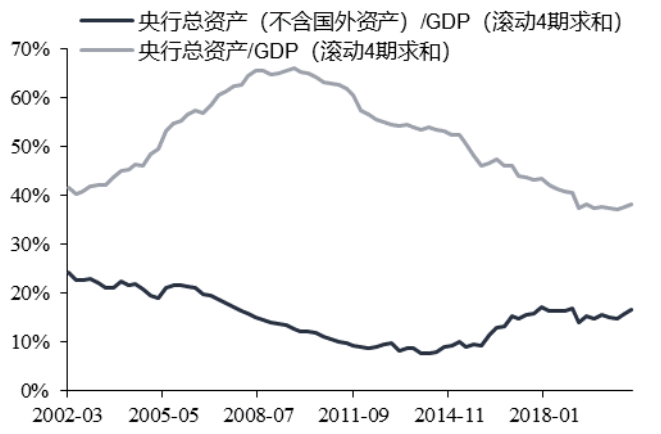
图 5：央行近年流动性调控工具（期限由长到短）

工具	期限	说明
法定准备金率	长期资金	● 2017 年后出现普惠定向降准工具
PSL（抵押补充贷款）	主要是 3 年期	● 主要针对**国开行**，支持棚改 ● 2018 年之后使用量越来越少
TMLF（定向中期借贷便利）	1 年期，可续作两次	● 针对**大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行** ● 主要用于支持小微和民营企业，利率低于 MLF
MLF（中期借贷便利）	主要是 1 年期	● 针对**商业银行和政策性银行，部分信用社** ● 是当前最主要的中长期流动性补充方式
再贷款	1 年之内	● 针对**商业银行和部分非银金融机构** ● 多与定向政策相结合
再贴现	1 年之内	● 针对**存款类机构和部分非银金融机构**（例如集团财务公司） ● 多与定向政策相结合
SLF（常备借贷便利）	隔夜、7 天和 1 个月	● 对象主要是**政策性银行和全国性商业银行** ● 2013 年初创立，作为利率走廊的上限
~~CRA（临时准备金安排）~~	30 天	● 针对**全国性商业银行**，临时性降低存准率 ● 仅在 2018 年春节前使用过
~~TLF（临时借贷便利）~~	28 天	● 针对大型商业银行 ● 仅在 2017 年春节钱使用过
公开市场操作（回购和逆回购）	7 天、14 天、21 天	● 操作对象为**一级交易商**。 ● 是当前主要的短期流动性调节供给
~~SLO~~	小于 7 天	● 操作对象为**一级交易商** ● 2016 年 1 月之后未在使用

数据来源：人民银行，东吴证券研究所

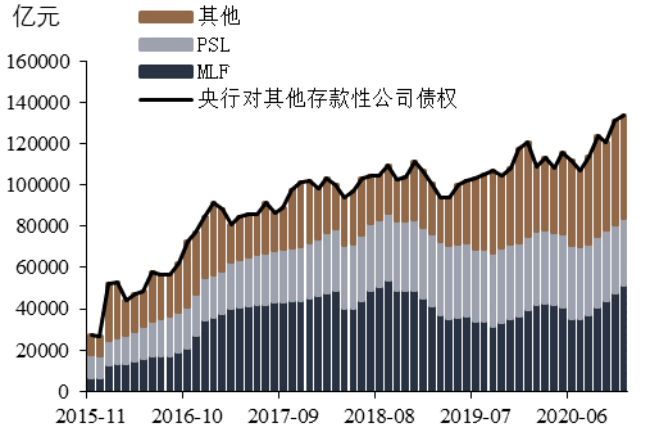
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：对存款性公司的债券成为主要的流动性投放渠道



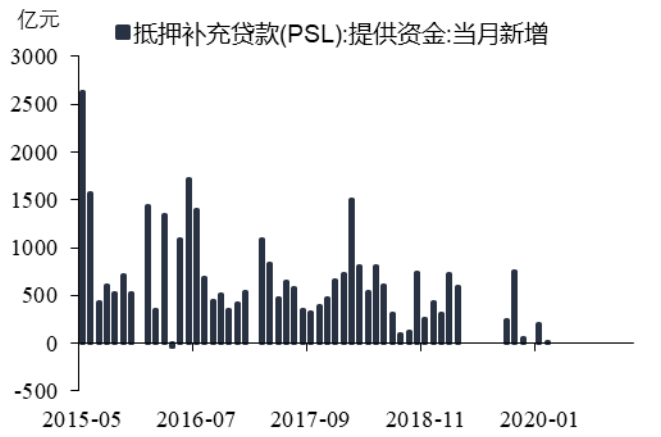
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：MLF 和 PSL 是央行主动负债的主要组成部分



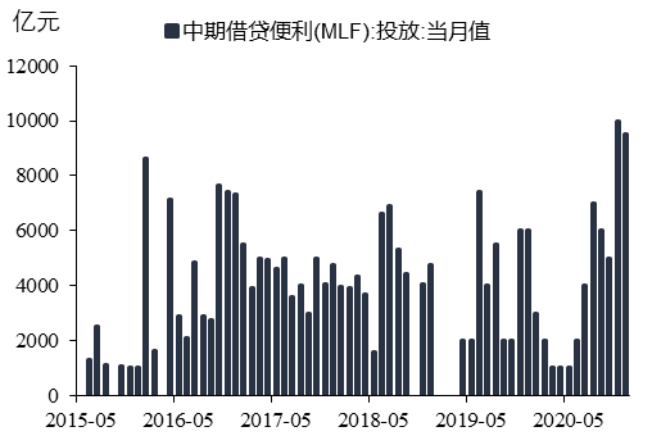
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：PSL 或将逐步退出舞台



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：MLF 成为越来越重要的流动性调节方式



数据来源：Wind 东吴证券研究所

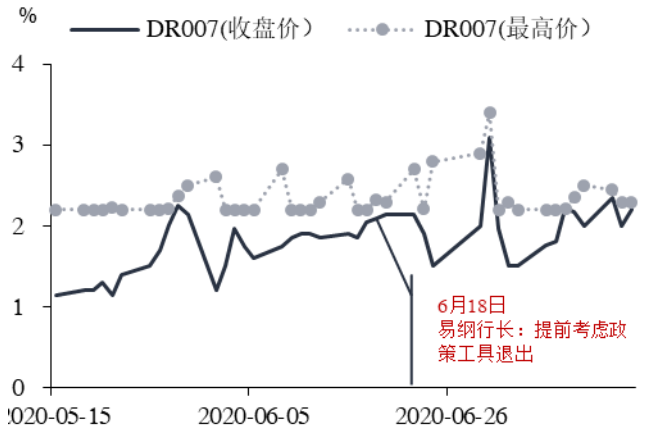
3. 如何在“正常化”的框架下理解当前的货币政策？

根据孙国峰司长的文章，**2015 年之后随着外汇占款大幅波动的冲击减弱，我国已经逐步形成了结构性流动性短缺框架**。如何在这一“正常化”的框架下看待央行的政策？

从宏观上来看，**流动性环境从相对盈余向相对短缺转变往往会成为市场“过激反应”的温床**。这在国内外屡见不鲜，国内方面，2020 年新冠疫情和“永煤事件”的冲击都让央行阶段性转向宽松，之后都启动了政策正常化的过程，因财政收支、跨月跨季等因素发酵，货币市场利率都出现短期较大幅度的上涨（图 10 和图 11）。国外方面，典型的例子是 2019 年 9 月美国货币市场的动荡，当时美联储货币政策正处于正常化之中，“缩表”持续推进导致美联储持有的债券和商业银行持有的准备金规模不断下降，正值 9 月是缴税大月，“财政悬崖”解除后财政部存款大增，叠加市场结构原因（准备金大量淤积在头

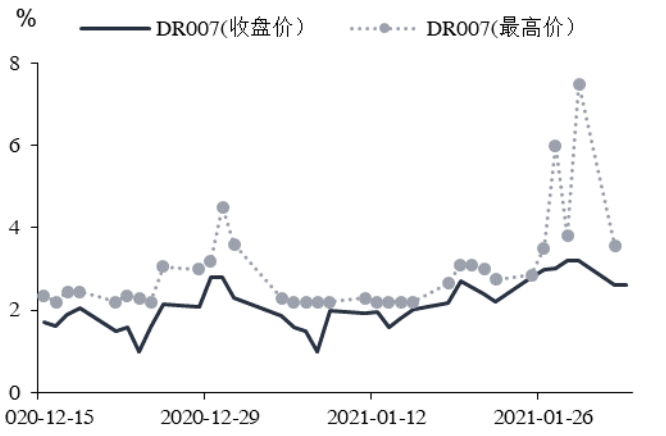
部银行、对冲基金债市加杠杆等）的催化，美国短端回购利率出现了罕见的大幅飙升（图 12 和图 13）。

图 10：2020 年 6 月正常化过程中的市场过激反应



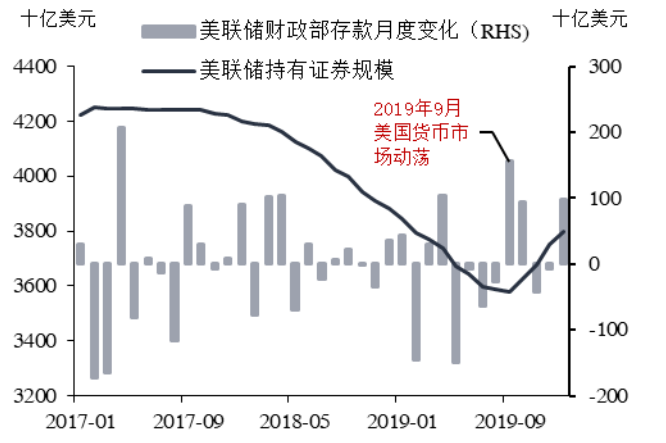
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：2021 年 6 月正常化过程中的市场过激反应



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：美联储缩表下财政存款异常增加……



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：……导致美国隔夜回购利率在 2019 年 9 月飙升

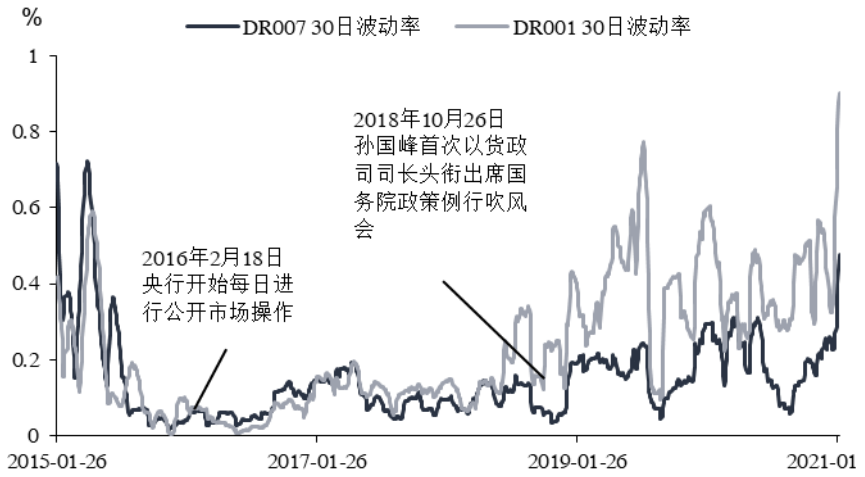


数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

从政策倾向上看，**孙国峰司长任内央行流动性管理更加重视结构性短缺框架**。结构性流动性紧缺框架使得央行处于更加有利的政策调节地位，但同时也对流动性精准管理提出了更高的要求，相应的银行间市场利率波动性在 2018 年下半年以来出现上升（图 14）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 14：银行间市场利率波动性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

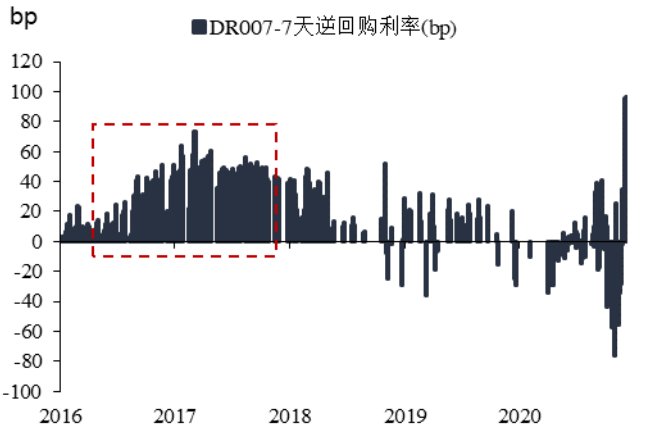
利率波动性上升的情况下，市场利率与政策利率之间利差对货币政策态度的指示意义越来越小。2016 年至 2017 年 DR007 先于政策利率（7 天逆回购利率）上涨，二者利差的政策预期意义被津津乐道，不过 2018 年之后利率波动性的上升使得这一指示意义下降。在《健全现代货币政策框架》中孙国峰提到货币政策的操作目标已经发生了变化：由“将市场利率作为操作目标，通过流动性调节引导市场利率在操作目标附近运行”，变为直接将政策目标利率（例如逆回购和 MLF 的操作利率）作为操作目标，这意味着**只要政策利率不变，央行的货币政策态度就不变**。尽管今年 1 月货币市场利率上涨显著，但政策利率未变，稳健的货币政策并未转向。

图 15：DR007 和 7 天逆回购利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：市场利率和政策利率利差的指示意味在减弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

MLF 是当前满足中长期流动性需求的主要工具，不过补充中长期流动性方面还需适时调节准备金。经过近几年的发展 MLF 成为中长期流动性主要提供工具，不过与央行直接购买债券的途径相比，MLF 提供流动性的久期偏短，要弥补这一短板有三个可能的途径：创设期限更长的工具，直接购买证券或者降准：

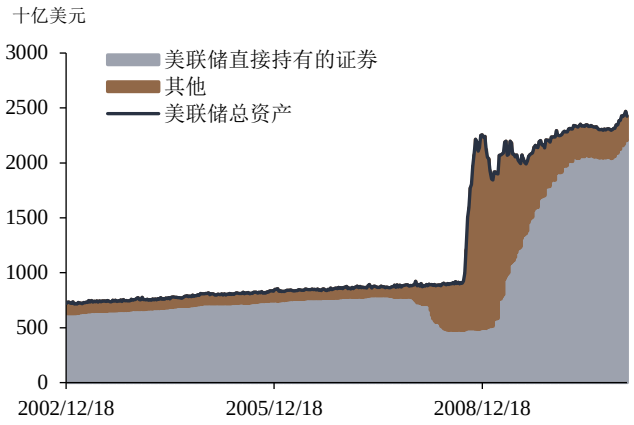
- 创设期限更长的工具方面，人民银行已有先例，例如此前推出的 TMLF，但如何设置工具的利率以是个难题，容易造成混乱的信号；
- 直接购买证券是个可能的方向，其他主要经济体的央行最终都走上了直接购买债券的道路，例如美联储和欧央行（图 17 和 18），欧央行一度与我国类似主要是依靠央行对信贷机构的借款和债权来提供流动性，但 2012 年欧央行将法定存款准备金下调为 1%之后，购买债券释放流动性的比例来越来越高。不过由于关于货币、财政边界划分的争论尚无定论，这一途径短期内在中国使用的可能向不大；
- 降准是当前可行性高的选项。这或许是 2017 年之后央行推出普惠定向降准的重要原因：一方面是为了更好支持普惠金融业务、降低小微和民营企业的融资成本，另一方面也有助于在“信贷-存款”不断扩张下稳定整体的准备金需求，缓解 MLF 过快“膨胀”的压力。所以除非有明确的经济下行的信号，**不应过度解读该政策的“态度”含义**。

什么可能成为降准的契机？从稳定框架的角度出发，降准的契机来自外部和内部冲击：外部冲击主要关注外汇占款，历史上外汇占款的大幅下降是央行降准的重要量，不过当前在人民币升值预期和金融对外开放的背景下，外汇占款大幅下降的可能性极小；内部降准的压力则可能来源于在“信贷-存款”大幅扩张使得银行体系流动性潜在需求和利率出现持续上升压力，当需求增速超过 MLF 正常增速（MLF 增速过快会导致市场政策预期的变化），流动性约束或使适当降低法定存款准备金率成为备选项（图 18）。从当前的情况看，由于去年第四季度 MLF 投放力度较大（净投放 1.45 万亿），而央行今年有控制贷款增速的政策诉求，近期降准的概率较小（无论是普惠、全面还是临时性降准（CRA））。

需要关注去年疫情期间央行推出的 1.8 万亿再贷款、再贴现的到期情况，由于再贷款再贴现政策工具的期限一般小于 1 年、部分贷款可能不再续作，而严监管下“违规贷款”也面临压降压力，今年上半年的延展压力可能最大（图 19），但考虑到通胀压力，预计央行主要使用 MLF、 PSL 以及扶贫支小再贷款、再贴现窗口来接续。从流动性角度普惠定向降准的必要性下降，但是从信用角度央行或在今年信用压力超预期恶化的时候顺势而为。

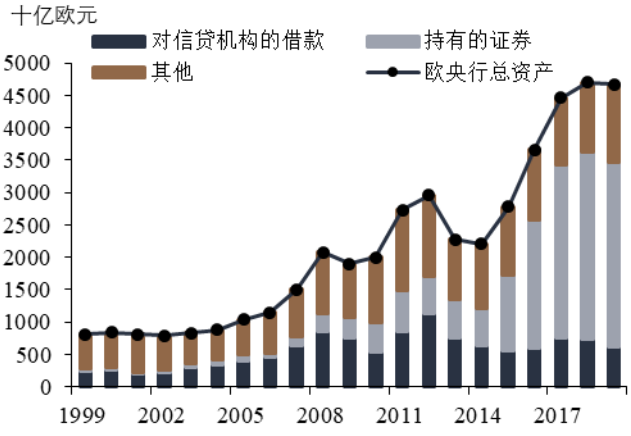
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 17：“短缺框架”：美联储通过购买证券来提供中长期流动性（准备金）（2008 年之前）



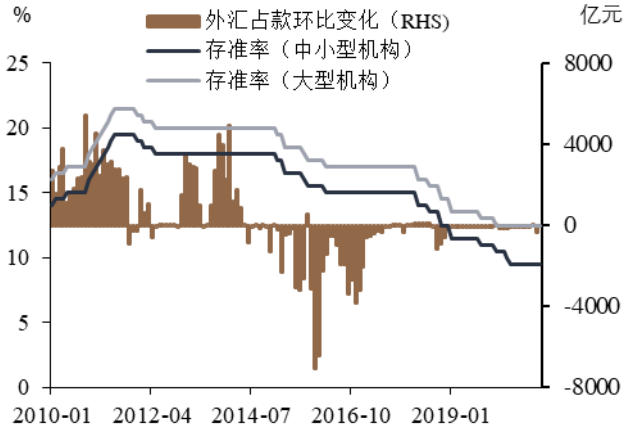
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 18：“短缺框架”：欧央行最终也选择了通过购买证券来提供长期流动性



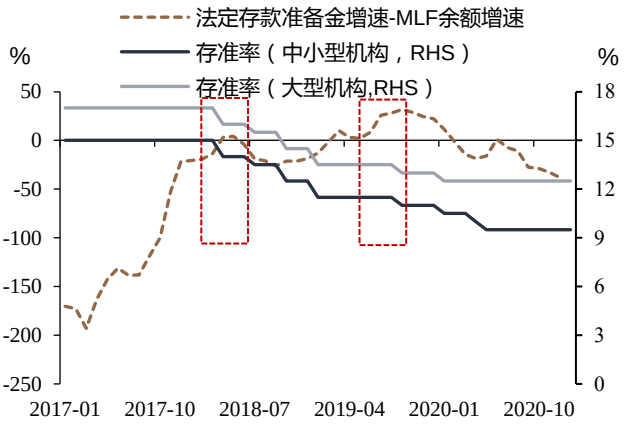
数据来源：ECB，东吴证券研究所

图 19：外汇占款和法定存款准备金率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：MLF 余额和法定存款准备金率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 21：2020 年再贴现和再贷款的推进情况

	设立时间	用途	额度	进展
第一批	1 月 31 日	支持医疗和生活物资重点企业	3000 亿	**截至 6 月末发放完成**
第二批	2 月 26 日	支持复工复产	5000 亿	**截至 6 月末发放完成**
第三批	4 月 20 日	支持涉农、小微和民营企业	10000 亿	截至 9 月末落实进度超过 80%

数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

4. 风险提示

新冠病毒变异、疫苗失效，疫情扩散恶化，经济再受重创，央行政策超预期扩大宽松。低基数效应叠加投资周期和海外房地产周期的启动，经济出现过热迹象，央行超预期收紧货币政策。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

