

华泰固收张继强 | 货币政策与流动性分析的框架与心得

交易圈 2021年9月5日 20:24



同业人聚集地

同业报价平台 | 资产销售 | 同业培训

如果爱, 请置顶【交易圈】

投稿及合作: 1396496344@qq.com

会议时间: 2019年8月 (2021年9月更新)

会议主题: 华泰固收分析框架培训

主讲人:

张继强 华泰证券研究所副所长、固收首席

吴宇航 华泰证券固定收益研究员

演讲纪要

去年做培训的时候, 曾经开过一个玩笑, 我可以保证大家听完之后对货币政策的理解超过美联储主席鲍威尔。因为特朗普曾经说美联储主席鲍威尔“对货币政策什么也不懂”(玩笑)以前自己对货币了解还是太粗浅了, 不知不觉犯了很多错误。考一个人是否了解基本的货币常识, 就问他几个问题就行: 不是说银行资产负债表的扩张基础在于超储吗, 存款是一个银行的负债, 那为什么银行还要争夺存款? 银行配债要有存款对还是不对? 校园招聘面试的时候, 我也经常问降准的时候增加基础货币吗这样的问题。至少在本次培训中, 我们希望能帮助建立初步的概念。

真正了解货币政策的人或者了解货币的人不多。马克思曾有个调侃, “研究货币之人的烦恼比失恋的人还多”, 因为很多直觉可能都是错误认识。首先, 经常有几个概念混用, 一会儿说货币, 一会儿说信用, 一会儿说流动性, 一会说资金面, 究竟他们之间有什么关系。

货币是什么呢? 我女儿有一次问我一个问题, “金子比银子贵, 为什么银行不叫金行”。其实, 中国历史上, 长时间通行的是都是银子, 民国也是银本位, 所以叫银行。我们现在处在一个信用货币时代, 什么叫信用货币呢? 我们经历几个时代, 第一个物物交换时代, 拿白菜换土豆。后来进入一个实物货币时代, 实物货币就是黄金白银甚至贝壳, 以

它作为货币。第三个叫可兑换的信用货币，当年的美元，你有一美元就可以换多少黄金，它是可兑现的，我们现在是不可兑换的信用货币时代，什么叫不可兑换呢？你的货币找到央行说我这个东西换成黄金，央行给你换吗？当然不换了，已经跟黄金脱钩了。为什么大家还要用它呢？什么叫信用货币，信用货币本质在于你相信别人相信，说白了就是别人也相信这个东西管用，背后是国家信用。为什么到越南或者到柬埔寨很多流行人民币，因为中国地大物博，国家实力强大，政局和币值比较稳定，大家愿意接受它。像阿富汗的货币你愿意接受吗，当个收藏品还行。不少国家为什么认美元？因为美国有军事、科技、贸易、美元四大霸权，这是信用货币很重要的特征。但是为什么人们会愿意接受一张纸或一个数字符号呢？货币学派的人说是因为你相信别人会相信它，有点像绕口哈。但MMT现代货币理论的人就不认同这种诡辩式的说法，他们声称是税收才导致民众被动接受货币并用于缴税。总之，这很像一种网络效应，如果人人都用这种货币，身处其中的人们很难拒之不用。

我们常说货币如绳，可拉不可推。我们这里说的货币一般指货币投放量，货币背后是债权债务关系。和小孩开玩笑，你问他什么地方最有钱？他肯定说银行最有钱，其实银行并不是真的有钱。那些钱就是我们的存款，而我们的存款其实是银行的负债啊，是要还给我们的。

信用概念就更广泛了，不依赖于货币就可能发生。比如说开一个承兑票据，派生货币了吗？其实没有，但是它的信用关系已经产生了。你管朋友借了一千块钱，写了个欠条，有债权债务关系吧，但派生货币了吗，没有。直接融资也是这样，直接融资的时候创造货币吗？也不创造，但是信用关系已经产生了。大家老说货币是一般等价物，充当交易媒介、储藏价值、延期支付标准和记帐单位等功能。孙国峰司长觉得货币最本质的东西是组织生产，很有启发。我们这里所说的信用是指融资主体的融资需求和融资体系的供给意愿，指标包括社融、信贷规模等。

什么是流动性呢？大家经常把很多概念混用，我们这里提到的流动性不是实物可兑现的便利程度。总之，一提到流动性的概念往往鸡对鸭讲，很多做股票问我说流动性怎么回事，我会问您说哪个流动性。常说有这么几个：

第一个层次是银行间市场流动性。银行间市场流动性谁提供的呢？供给方是央行。银行间市场流动性主要取决于央行，因为央行是主要供给方，需求方主要是商业银行、非银机构等等。大家做杠杆，做正常结算，都需要有基础货币，供求两方面决定了银行间市场流动性。做股票的人问，今天回购利率跌了，股票是不是就能好一点，这差别太大了。银行间市场流动性跟股市没什么直接关系，投资群体都不是一类，基本影响不到股市流动性。央行甚至专门在货币政策执行报告当中提醒，不要根据市场操作的量去判断

货币政策取向，更别提股市流动性了。当然，货币政策持续宽松，并通过银行信贷扩张等传导到实体经济和资本市场，就会导致其他层次流动性的充裕。

第二个层次是实体流动性，或者说广义流动性。广义流动性在哪里呢？背后逻辑是什么呢？金融机构的资产端对应了企业的负债端，因为贷款就是企业的负债，但却是商业银行的资产，商业银行授信意愿特别强，额度也很充足，这个时候实体的流动性就会好，尤其是票据、信贷等利率这时候也会大幅下降。

第三个层次是资本市场流动性。资本流动性是另一个层面的，受几个因素影响，债券市场受银行间市场流动性的影响比较大，商业银行报表中有债券，这是债券市场需求方，非银机构也持有债券。债券市场流动性，不仅取决于央行，也跟这些投资者行为有关，比如理财扩张的过程中，货币政策宽松了吗？没有，但配债资金却多了。为什么？我们在债券策略培训中给大家展示过，理财膨胀的过程中是存款形式的转换，从居民存款变为同业或其他存款，但存款的使用权通过委托关系让渡给了资管机构，进而变成债券市场的需求力量。在这一过程中，和央行或者银行表内配债行为等几乎没有任何关系。股市流动性就更复杂了，一方面企业股权融资构成股市的供给，债券市场性价比等也产生需求力量的转移，居民、基金、保险、北上资金都可能影响到股市的流动性。当然，宏观流动性如果充裕，由于机会成本低，往往也会通过各种渠道溢出到股市。

第四个层次是全球美元流动性。比如2020年新冠疫情期间，美联储秉承“钱能解决的问题都不叫问题”的精神，推动整体流动性的宽松，全球资本市场溢出，并在汇率和北上资金等途径影响国内资本市场。

大家看到流动性是分成这么几个层次的，简单概括一下全球美元流动性取决于美联储，银行间市场流动性取决于央行供给和各金融机构之间杠杆、结算等需求。实体的流动性取决于商业银行授信、提供融资意愿、企业部门融资需求。



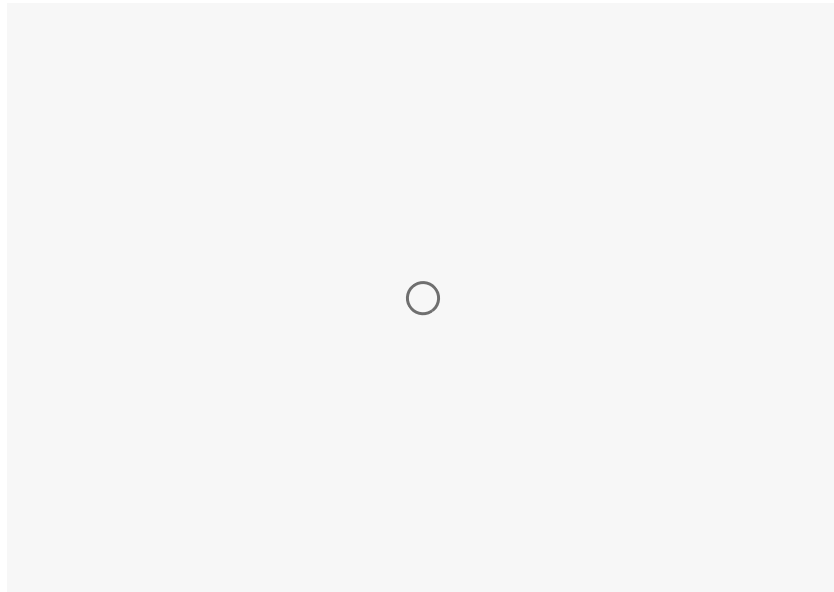
下面看看简单的信用货币创造和勾稽关系。说来简单，其实比较复杂，大家只能先听个大概，很难用十分钟解释清楚，推荐给大家一些资料：第一个是孙国峰的《第一排》，现在也不过时，尤其前几章还是非常核心的。最近孙司长连续写了几篇比较有意思的文章，也值得给大家推荐。（注：今年张晓慧出了一本好书《多重约束下的货币政策传导机制》，值得重磅推荐！）。第二个研究货币政策一定要读货币政策执行报告，尤其是里面的专栏，把过去十几年所有专栏读一遍，基本就是半个货币专家了。在这个基础之上再去读其他东西。

我们先看看货币创造过程。需要提醒的是，复式记账号称是人类最伟大的50大发明之一，我们会发现我们很多推演和理解都建立在复式记账的基础之上的。

这个图看起来有点复杂，不过它的核心逻辑比较清晰。央行层面涉及一个概念，基础货币，或者叫储备货币。再有一个准备金，这是基础货币当中最核心一块。假如准备金率为10%，新增的存款必须对应有存款10%的准备金锁在央行帐上，不能动的，超过那部分的比如2%，就是超额准备金或简称超储，一会儿再说究竟对银行有什么约束。

有这么一个简单的勾稽关系，无论对央行或是商业银行，孙司长特别强调一点说“资产创造负债”。课本当中都是先有负债，再有资产，但是他提出一个新的说法，在信用货币时代应该是对的，资产创造负债。例如他讲的一个很简单过程，在银行做信贷业务的时候，企业是先有信贷需求，有信贷需求之后到银行做信贷融资，资产负债表的资产端有一笔贷款，负债端就有了一笔存款。存款在信用货币时代就是一个数字，不是实物，是一个复式记账的会计处理，在贷款产生的一瞬间也同时产生了。大家知道判断M2也一样，如果资产增加，负债也一定会同时增加，这是M2创造的来源。这个有点绕口，大家

可以看看孙司长的书，简言之，信用货币时代，资产决定或创造负债。



再讲央行是如何调控流动性的。

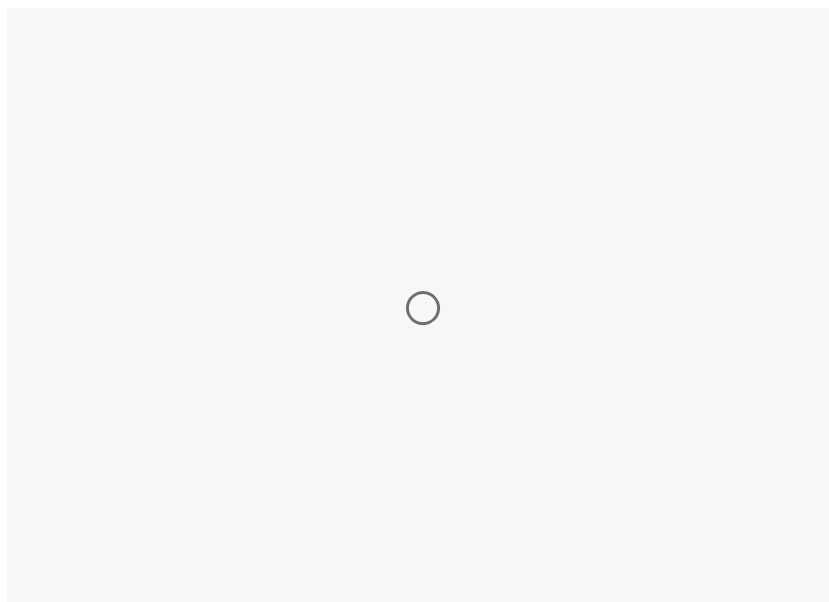
基础货币是怎么产生的？其实很简单，原理都是资产决定负债，央行并不需要拥有原始资金，它可以直接在账上给商业银行一笔MLF，这就是对银行的债权，同时产生了基础货币。为什么？银行帐上产生了一笔准备金，这部分央行的负债就是基础货币，准备金就是基础货币的一部分。这可以无中生有，信用货币时代资产决定负债。

广义货币是如何产生的？一个企业想融资100块钱，他找到银行并达成了协议，一笔贷款和一笔存款就同时出现了，不涉及存款转移的问题，存款是贷款派生出来的，多数情况下只是复式记账之下的一个数字而已。这部分存款一旦产生，广义货币就出现了。商业银行负债端对应是广义货币。区别在哪里呢？基础货币是央行用来调节银行、管控银行资产负债表扩张行为的。当然，央行对银行的约束还有结算的约束，监管约束等等，可不仅仅只有一个准备金工具。很多发达国家法定准备金率很低，甚至为零，一样通过其他工具管控的很好。

货币和实体的关系，就好人和影子的关系，经济活动最终都会反映在微观主体融资投资活动上，银行报表当中的资产端就对应企业融资活动，而资产和负债是一一对应的、平衡的。观察银行负债端，或者广义货币、M2、M1等数据，可以用来判断经济主体活跃程度。而且是以仅仅一个指标就能概括复杂的经济活动。

我们知道对银行而言，你有一笔存款就需要在央行帐上锁定一部分资金。这个报表应该

是这样，放了一笔贷款，本来100，现在变成200，资产负债表扩张了，M2增加了。央行如何约束商业银行的兑付风险和扩张资产负债表冲动呢，必须有10%冻结在央行，这10%就是法定准备金率的概念。这10%冻结完之后，超储剩下90%了。但央行报表中基础货币是不变的，商业银行扩表过程中，央行的报表只有结构改变，是不扩表的，因为央行的资产端没变。资产决定负债，资产端没变负债端也不会变。但准备率会对商业银行有约束。银行都有一个特别强的信贷扩张冲动，扩表冲动，原则上如果没有准备金率他就可以无限扩张规模。超储如果消耗没了，再有融资需求银行提供不了了，这里得出一个重要结论，超储是决定银行资产负债表扩张最重要的核心，有超储才能扩张资产负债表，好比是“种子资金”。这是央行控制银行银根的最重要东西。老说银根，银根就是信贷的投放能力和意愿，就是这么来约束的。当然降准的时候同样，准备金特别充裕，对银行来讲准备金利率是很低的，这个钱不用就亏了，所以就有放贷冲动，那实体资金来源就变得充裕了，投融资活动也会随之增加，理论上货币乘数也能增加，这就是央行调控的很重要因素。当然实践当中，我们还有资本充足率、监管指标、行业授信等各种各样的控制银行行为的方式，所以我们常说银行是指标动物。



有了这个简单框架，可以做一个推演。2013年市场从业人员对货币的理解都上升了一个层次。因为那年市场曾热议，理财扩张究竟创造M2吗？是不是会减少M2？不是说存款搬家吗，存款搬走了不就是少了吗？大家现在知道那是不对的，但原因在哪里？大家考虑货币问题时，再次提醒大家，一定要用复式记帐法来思考，尤其信用货币时代来讲这是必备的工具和思维方式。但我们需要的很简单，知道资产与负债要平衡就行了。

我们看看理财发行过程中发生了什么事。如果买20块钱理财后，银行资产负债表发生什么

变化？居民的一般存款是列入M2的，你买理财后变成了理财的钱，在银行的帐上你的钱少了20，理财的存款多了20，理财把你的钱拿走了，可不会藏在床底下，而是变成理财的存款。而理财的存款在银行报表中叫非银同存。大家要注意，非银同存也是纳入M2统计范畴的，一般存款和非银同存都算做M2，存款其实没有增减。除非你可能藏一千块现钞私房钱在枕头底下，那是真的搬家了。大家知道对大机构来讲，会成捆成捆的把钞票放在自己的办公室里吗？不会的，放也放不下，所以都是数字，那个数字只是从你的帐户上转移到别人的帐户了，总量没有任何减小，也更不会增加。这个过程当中不减少M2，对M2其实没有任何影响。

但影响在于通过委托关系，你将资金使用权转给了银行理财，他可能会去配债，导致债市需求力量的增加。如果理财申购了信用债，非银同存又少了，变成企业一般存款了，但还是不改变M2的规模。

如果买了银行手中的信用债呢？这时候就会减少M2。为什么呢？买了债券之后，对A银行来讲，这家银行非银同存少了20，准备金也少了20，按照复式记帐，资产负债表双方是同增同减的。B银行资产负债表没变，只是资产中的债券变成了准备金，所以这个过程银行体系整体是缩表的。大家可以这么理解，其实这个过程本质是从一种间接融资变成了直接融资。

间接融资是创造货币的，直接融资不创造货币，因为后者没有涉及银行体系的资产端。为什么会这样？作为个人买了一家企业债券，我的存款变成他的存款，我们存款总数不变，没有创造货币。跟商业银行报表没关系，所以不创造货币。银行只要他的资产负债表当中多了一块资产，比如信贷或者债券，就一定会派生负债，他的负债就计入广义货币，这样出现了货币创造。



讲到这里，需要停下来做个特别说明，货币统计量也是人定义的。比如上面这个例子，都是直接融资没有派生货币，但还是一样支持实体。何况M2口径经常调整，所以大家不要迷信统计指标，不要去教条的理解货币数据，需要关注其背后的经济含义。这就涉及到货币和信用定义方面的问题。我作为个人买企业信用债，一样反映实体融资需求。这时候大家就知道信用为什么比货币更宽泛，货币供应量等等都是人为定义的指标，大家理解指标不要僵化。

比如刚才讲债券的时候，2015、2016年银行资产负债表扩张，扩张跟咱们有什么关系？同业扩张的过程中很重要一点，几乎可以无限扩表，因为同业存款风险资产要求比较低，尤其不缴准就没有规模的约束。银行买了存单之后，表上同业存单加100，资产端的准备金就跑到另外一家去了，少100，表扩张没扩张？不扩张，只是资产从一种形式变成另一种形式，都是资产端的变化，不涉及负债端。但我们看看发行存单的银行有什么变化，发行存单的银行扩表了，很有意思，本来两边都是0，发了存单之后负债端债券发行、资产端准备金各增加了100。发存单本质是什么？向另一家银行借来了准备金，这就是它的本质。从监管层来看，特别反感同业无序扩张，同业扩张可以无限扩表，但是大家知道这个过程当中一旦收缩的时候就会很痛苦，同业业务同质性、行为一致性很强，不像一般存款由于足够分散，可以视为符合大数定律，进出相抵后较为稳定。尤其如果扩表后作为类信贷等业务，而且绕过很多监管指标，资金的同质性增强，融资导致风险传染，这是它的问题。

我们讲到这里就可以回答最初的问题了。我们知道银行资产负债表扩张依赖的是超储，但你问所有银行，银行一定会跟你说，我今年存款情况不好，所以配债力度不大。为什

么又在说存款呢？难道说错了吗？其实不是，原因很简单，存款是什么？存款对单个银行来讲，事关各种监管指标。更核心的是，存款搬家的背后是准备金在转移。这个不矛盾。从总量角度来讲，对银行体系来讲，派生资产一定要有超储，超储是扩张资产负债表的核心。如果没有超储，缴不起准备金了，就不能放贷。

所以为什么大家都在争夺存款呢？除了我们常说的满足各种监管指标外，最基本的原因就是争夺超储。你有20块钱，本来存在A银行，你对A银行不爽，转存到了B银行，A银行在央行的准备金就相应的减少了20，跑到B银行账下。在央行报表当中准备金总量不变，但结构变了。A银行的准备金减少20，或者说超储减少20，另一家增加20（不考虑缴准因素）。存款的搬家过程，就伴随了超储转移的过程。单个银行来讲，一定要努力增加一般存款。

为什么银行特别喜欢一般存款？因为一般存款符合大数定律，有进有出，是比较稳定的负债。同业存款有什么问题，今天来了，明天资金紧又全跑了，行为一致性非常强。一般存款的稳定性要更好。另外，一般存款可以更好的满足各种监管指标，银保监会各种指标现在越来越多，多数都要求的是一般存款，同业存款在很多指标中不计入，因而有一般存款才能符合监管的要求，这也是大家争夺一般存款很重要因素。

很多研究员说市场的时候，经常混用存款的概念。看多的时候，说存款增加了，银行有钱买债了，看空的时候也说存款增加了，说明实体经济好，究竟这个矛盾不矛盾，也是不矛盾的。一个就是宏观概念，一个是微观的概念，有超储之后才能扩表，这是一个从微观主体的视角。存款增长快，反过来说资产端活跃，银行在扩表，源于实体经济不错，央行这个时候可能会收紧，货币政策偏紧，所以债市承压，这两个不矛盾的。但是很多人分不清楚这个问题，经常看多的理由是这个，看空的理由也是这个，其实就是框架不成熟导致的。

下面进入到比较熟悉的阶段，有几个概念也经常被混用，这个是不应该混的。基础货币是央行报表中的储备货币这块，银行想扩表一定要有超储，超储是基础货币当中的一部分，或者它是信用创造的种子货币，没有基础货币，没有超储，就没法扩张资产负债表。广义货币是什么呢？就是银行的资产负债表当中的负债那部分，跟实体企业经营部门，是紧密相关的。一般来讲，基础货币是我们观察银行间市场流动性的重要视角，广义货币是我们观察实体经济各个方面情况的重要视角。

什么叫M0、M1、M2、M3。

基础货币是最上面那个，央行能提供的钱。但需要注意，就好比水不能倒流，只能往下派生，不同层次的货币也如此。M0是货币当局资产负债表上的货币发行减去库存现金，这部分大家往往用的不多，季节性影响也会比较大，比如春节取现影响。更常用的是M1、M2。

M1是所谓的狭义货币。M1是流动性和购买力最强的货币，它是M0加上企业和机关团队的活期存款。为什么活期存款高能？大家知道企业采购、组织生产过程中，定期存款是取不出来的，活期存款比较高说明什么？说明开工生产采购活动比较活跃。股市上涨的时候，在座的各位一定有很多活期存款，原因是什么？我得备好流动性啊，万一哪天就涨了呢。企业也一样。M1还有一点好处，M1很难造假，它的口径是非常窄的，这是M1的魅力。

M2是所谓的广义货币，是央行特别关注的指标。需要注意，M2等所有指标都是人为定义出来的，千万不要神化，不要说M2怎么变就怎么样，不一定，大家一定要看背后逻辑是什么。M2这么多年经过各种修正，也是在实践中不断调整。总体来讲，M2还是衡量总需求较好的指标，M2扩张说明整个社会购买力、总需求在膨胀，这还是个比较准的指标，而且也是央行非常关注的一个中介目标，对央行来讲中介目标连接实体经济与货币政策。M2可以看做实体在金融领域的映射。

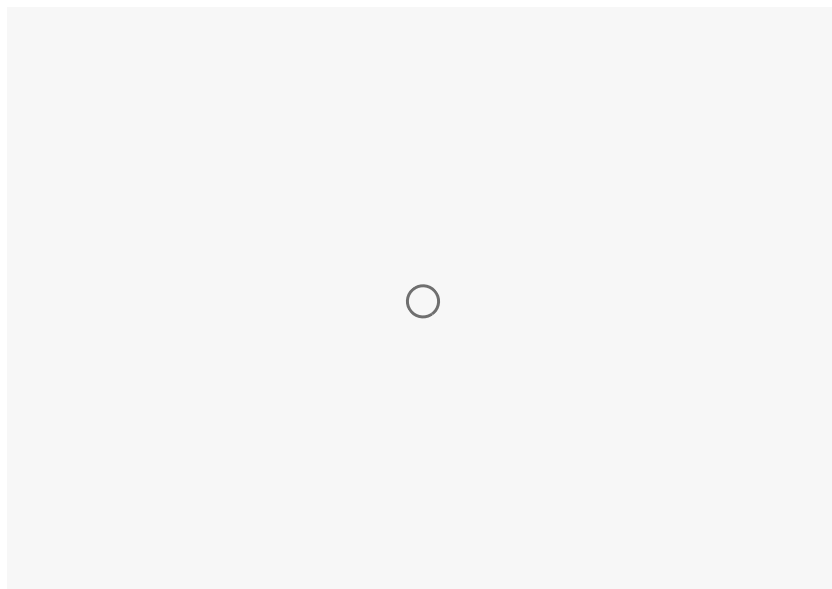
M1、M2一般通过“其他存款性公司”的资产负债表来统计。刚才说的基础货币要看央行或者货币当局的资产负债表，这两个报表的主要关联是M0。M1往往反映微观主体活力，但这几年也没那么灵了，因为M1跟房地产相关度最高，买卖房子过程当中，居民帐户存款转为企业活期存款，导致M1增加。但前两年房地产变成存量交易了，2015、2016年的时候M1扩张并不代表企业活力增强，M1在那个时候的地位就已经弱化了。看所有指标都一样，有数据之后看背后的原因和逻辑是最重要的，数据也会说谎，总之，不是数据驾驭人，而是人来驾驭数据，这是很关键的一点。

刚才讲的是货币，是银行的负债端，接下来讲讲社融，对应的是银行的资产端。既然反映实体融资需求，为什么不直接看社融？社融之前必要性不大，现在已经可以实现了。中国最早推出了社融数据，理论上是银行资产负债表的资产端，负债端就是M2、M1这些数据，所以本质上是一个硬币的两面。但是大家知道，社融与M2也会背离，比如2019年社融增速已经将近11%了，M2才八点几，为什么出现这么大偏差？大家知道这个硬币两面统计口径不完全相同，中间这部分大家都包含的，比如说信贷，银行持有债券，投放的非银进入实体的部分，很多上下两部分没有统计的。例如票据，票据其实在社融当中有体现，但不派生货币，没有实际资金真正运作，所谓派生信用，不派生货

币。非银同存未进入实体的部分很有意思，不反映在社融中，因为没有投入实体，但派生了货币。2019年12月，央行把国债和地方政府一般债也纳入了社融的统计当中。

这两个指标大家可以互相验证去看，实际中不存在谁更准。这两个指标都在调整过程中，地方专项债2018年9月统计进入社融，导致存在新社融和老社融的概念。但总体趋势来看，是比较一致的。2018年特别流行用社融-M2判断债市方向，我也写过文章批判这种想法，这种想法典型不了解社融和M2构成，现在已经很少有人用了。在2017、2018年金融去杠杆过程当中，银行投放非银这块减少，他是债券市场需求的一部分。这部分收缩代表债券需求力量在萎缩。社融代表投向实体的资金。两者轧差变成债券市场供给和需求力量的综合衡量指标，有一定的道理。但随着时间的推移，这个指标会失效，因为它本质上是一个硬币的两面。

如何估算M2、基础货币缺口，这个就不跟大家细讲了。



一谈货币各种误解就特别多。一个最简单的误解，房价涨了怪央行。其实不应该完全怪央行，央行控制不了广义货币，至少是不能完全控制，广义货币是商业银行主导的，受到很多监管指标影响，当然也受超储率影响，不是央行完全控制的。你看基础货币增长远远低于M2，说明央行总体来讲比较有节制，商业银行扩表冲动比较强。一提房地产就说来话长，但简单来说，不能完全归结于货币所谓超发不超发，M2和房价都是一个结果，不能用一个结果论证另一个结果。

还有一点经常出现背离，很多人常说流动性好坏，其实狭义流动性和广义流动性经常是

背离的。大家看这个图就能看出来，比如信贷需求特别强，信贷投放比较活跃的时候，就会派生存款，有存款就要缴准，缴准的过程当中就消耗了超储，超储大家知道是银行真正在央行报表当中能用的那部分，这个时候央行货币政策可能也在收缩，本来基础货币投放或者超储就会减少，这样的话银行间市场资金供给在减少，很多资金冻结了。另一方面央行态度很不利，超储供给在减少，需求往往在增加，经济过热或者信贷投放比较火的时候，银行间市场流动性很紧，往往这个时候两者存在背离。这一点可以举出很多例子，最典型的像2009年就是这样，信贷一旦起来之后央行慢慢收紧流动性，但是实际上银行间市场流动性已经开始收紧了。2018年正好相反，2018年属于央行投放流动性，希望大家宽信用，就是宽不出来、缺少信贷需求、非标等受限于资管新规等融资渠道收紧，这个时候银行间流动市场逐步充裕，但是实体流动性融资渠道被动收缩了，实体流动性反倒在收紧。两者经常有背离的，看流动性一定要说清楚，看的哪个流动性。

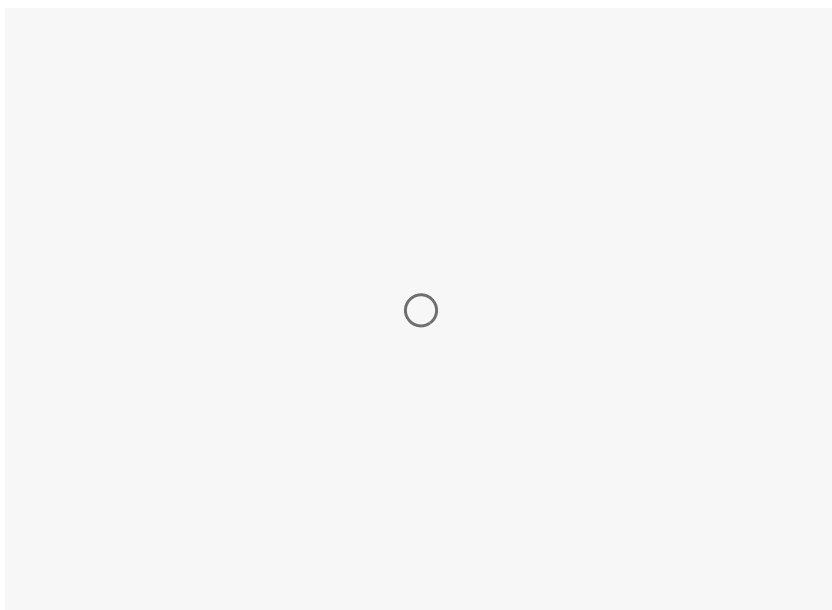
我给大家简单举一个案例，19年的包商事件其实是一个特别好的推演案例。发生的第一时间我们就提到资金面一定会先紧后松，为什么？所有银行一看交易对手出问题了，我怎么办？都要增加备付，增加一点超储。这就导致可投放资金减少，第一步一定是流动性冲击。第二步更有意思了，很多人后面就有分歧了，有人看多有人看空，但是实际当中应该对市场是多的。除了货币政策有所放松之外，中小银行在发债的过程当中，它的负债端就是其他机构的资产，比如它发了100亿的存单，这个存单没有了，保险或者货基立马缺了100亿资产，这个时候怎么办，只能去买债券。虽然这家银行也会卖出一部分债券兑换流动性，但实际当中演绎的结果反倒是利多，原因是中小银行负债端减少100亿之后，可能抛了40亿债券，但其他机构的100亿资产没有了，很多都会配到债券上来。货币政策在存在危机风险的时候也会偏松，也会对市场有利。当然，中间会有一个偏差，配的东西不一样，其他非银更喜欢配信用债。不难看出，大家在理解货币时候一定要注意复式记帐法。

我们来看央行。央行是我们这个市场当中的上帝，基本上是以上帝的视角来看待诸位的，为什么是这样呢？我们来看一看，首先任何一个组织都是一样，先看结构图，看他的权力来源。权力来源和业绩目标是最重要的，这是我们理解很多问题的根基。我们以前关注央行，传统上会关注这几个部门，第一货币政策司，这是跟我们打交道最多的，尤其公开市场操作处，第二金融市场司，跟发行那头联系更强，第三金融稳定局特别重要，稳定局以前是一个特别没有存在感的部门，但最近一年存在感爆棚，就是因为资管新规。还有宏观审慎局，以前叫货政二司，把MPA和汇率放在一块了，所以他也很重要，但是对银行可能更重要。对市场人士来讲货政司最重要，货币政策很多都是来源于它。我们跟美联储是不一样的，美联储有一定独立性，注意是“一定的”独立性，其实在特朗普时代也不完全独立了……连MMT都做得出来了。我们的央行可以说是坚决贯彻党

中央的精神，我们的货币政策执行报告写的特别好，名字叫执行报告不是货币政策报告。

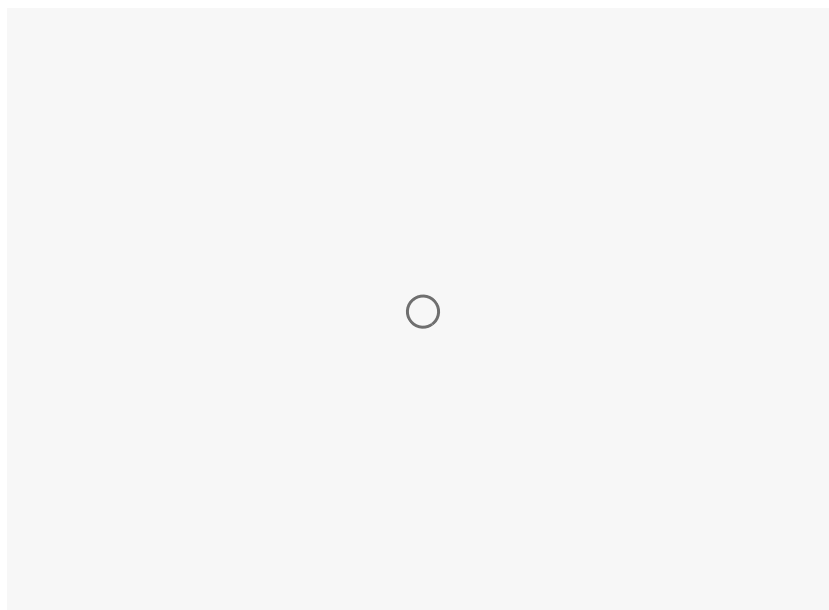
但政策建议显然还是需要专业的人做专业的事，货政司的判断至关重要，所以货政司领导的文章等，我自己有这个习惯，从周小川、易纲、张晓慧到各位副行长、孙国峰、李波等，他们所有的讲话最好都收集在一块反复看，这对于理解货币政策有很大帮助。目前又多了一个金融委，统管三个部委，一行两会，货币与监管之间的协调在17年之后顺畅了很多。

从全球角度来讲，货币政策框架一直在迭代当中，这么多年下来，大家也是随着时间，随着问题导向慢慢调整。现在基本上主流的是金融周期和经济周期并重，经济周期对应传统货币政策，金融周期对应宏观审慎。大家可以去看2018年张晓慧关于货币政策框架演变的文章，有详细的阐述。简单来说，上世纪80年代之前也流行多目标制，结果遭遇了滞胀挑战转为单一目标比如通胀。但次贷危机过程中，通胀并不高，钱不进入实体但可能进去资产市场，引发危机的是房地产等资产泡沫和复杂的金融产品。次贷危机之后，市场开始反思货币政策框架，认为货币政策不仅仅要调控经济周期，还要调控金融周期，这才有了16年底中国央行开始构建传统货币政策与宏观审慎MPA双支柱框架。



2020年MMT现代货币理论大兴其道。如果从传统货币理论去看待MMT就会将其解读为歪理邪说。就好比正常人无法理解病人的心理。其实，MMT是一种财政主张，通过财政货币化至少达到了两个效果，一是财政分配的作用，第二是解决的货币政策传导机制不畅的问题。美国施行MMT客观上维护了居民资产负债表的健康，对其疫后快速复苏起

到了关键性的作用。当然，美联储资产复制表积聚膨胀，政府杠杆率攀升是其典型代价。



央行我猜可能是最难做的。谈货币政策的门槛特别低，人人都能谈货币政策，谁都知道放水挺好。但是大家知道放水如果能解决所有问题，世界就太美好了，哪还有那么多烦恼，那还有什么危机。货币政策经常是怎么做都不对，紧了有人骂，市场跌了，松了有人骂，货币超发、房价上涨了，对央行有很多误解。前美联储主席沃尔克说过一句话，央行的使命就是在派对渐入高潮时撤出酒杯的人，看起来就是个不讨好的角色。经济好了主管经济的部门功劳大，经济差了央行担责，存在责任权利不对称。金融稳定出问题，央行是最终贷款人，金融稳定了，大家都觉得本来就应该好。央行确实非常难做，不过在座各位都是政策的接受者，更多是接受它理解它。

永远不要跟央行作对。央行犯错的时候不多，肯定比我们少的多，就算央行犯错了，你能扛得住吗？他可以扛半年，他有近乎无限资源，信用货币时代央行就是有无限资源，他如果想扩表可以无限扩表，没有理论上的约束，而且他的信息优势比我们在座各位不知道通畅多少，他的持久力量可能熬过你挺不住的那天。永远不要跟央行作对，哪怕你认为央行错了，也去审慎看待这个问题。在现代的信用货币之下，央行绝对具有掌控力的，只要汇率不崩，央行在资金利率方面有绝对的掌控力，不需要任何怀疑。

央行为什么有上帝视角。在5年前不会有人讲这句话，我也不认为，那时候大家天天算外汇占款，算对外汇占款就相当于领先一步，知道资金面好或者坏，因为央行很难完全对冲。自从第二代大额结算系统成立之后，很抱歉，央行真的具有上帝视角了。央行完全

可以看到各家情况，完全可以看到超储率情况，流动性情况。

我们看下央行的货币政策框架。

一个是传统货币框架。传统货币框架怎么来的呢？一个是货币的供给体系，就是量的层面，一个是价的层面，我们慢慢在从量的层面向价的层面过渡。我们信贷融资主体比如城投平台不市场化，不是按照利率高了就少贷一点，没有任何的敏感度，这个时候你不控制总量行吗？不行，量还是很重要的。但是随着市场越来越成熟，肯定要向价来过渡的。它的根基是什么呢？根基大家知道泰勒规则，在中国不存在这个东西，但中国央行有四大目标：增长、通胀、金融稳定、国际收支平衡。忘了什么也不要忘了央行的四大目标，就像一个人一样，你的领导给你任务这是你时刻要关注的东西，这是你的目标。泰勒规则是增长和通胀缺口，央行思考问题框架也是比较一致的。但我们央行目标更为多元，还要兼顾金融稳定和国际收支平衡等多元目标，进而相机抉择。

另一个是宏观审慎框架体系。市场认识宏观审慎政策最早是从MPA开始的，大家不陌生了，2016年底大家知道为什么债券市场跌了一把，原因很简单，MPA出现了，MPA把理财纳入广义信贷当中了，弱化了债券市场需求力量，打击了金融加杠杆链条。大家知道MPA这个东西出来之后，是对以往体系一个补充。为什么要有MPA？其实就是吸取了当年次贷危机的教训，现在全球供给能力特别强，以前货币投放之后都进入实体后就产生通胀。现在这钱都跑哪儿去了？都跑金融体系当中去，炒股炒资产，不反应在通胀上。所以干脆在金融体系方面也要管住，这就是MPA的一个来源。目前的宏观房地产三道红线、土地两集中，以及资管新规，甚至汇率很多政策，在我们看来都已经囊括到宏观审慎框架内。

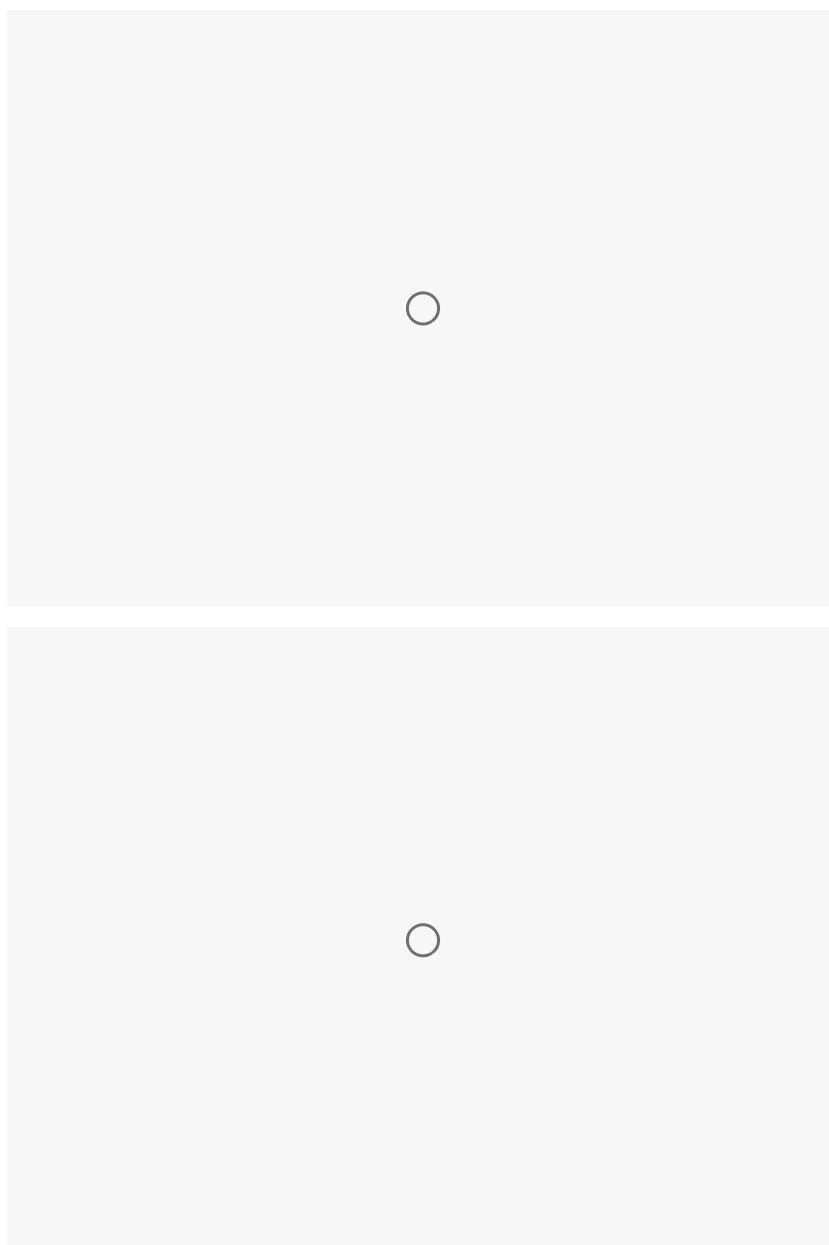


央行构建双支柱宏观调控框架，显然是吸取了次贷危机的教训，权责重新匹配，尤其是金融委的出现，极大的增强了宏观调控的能力、协调能力和有效性。以前通过货币政策倒逼去杠杆，往往事倍功半，非标没死，债市先亡了。现在有了该框架之后，可以直接约束中融资主体和融资渠道，反倒是传统货币政策工具可会回归本源。

央行具备上帝视角，但也有能力边际。央行能解决什么问题？第一，能解决流动性和信贷额度的问题，但是他解决不了信贷融资需求问题。企业融不融，央行管不了，他只能给你额度。第二，央行只能部分地降低融资成本，刚才说央行能决定资金利率，决定不了银行的负债端成本，为什么？原因最早就跟大家讲，银行为什么争夺存款？有两个原因，第二个原因就是监管指标，监管指标这个东西央行管不了，归银保监会管。央行是有能力边际的，不能完全决定银行负债端成本，或者融资成本。第三，央行能在超储方面一定程度上制约银行体系的资产负债表扩张和收缩，但刚才提到这种收缩、扩张不完全取决于银行意愿，还与企业融资需求是有关系的。大家知道央行的目标是多元的，且往往是互相冲突的，这个时候涉及到如何权衡的问题，风格上存在相机抉择的特征，从而导致可预判难度增加。央行在最近几年强化了预期管理的工作，增加了新闻发布会等等沟通方式，较低引导预期，较低误解。

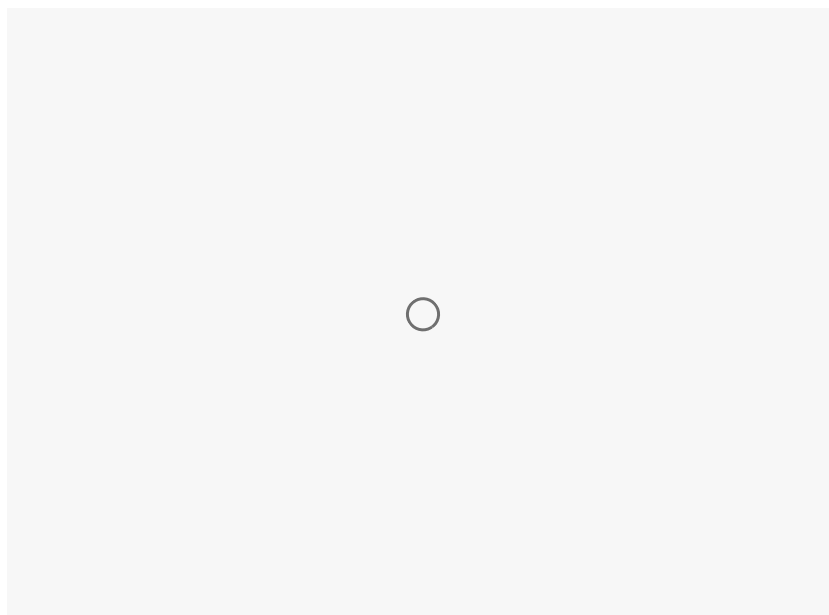
既然是相机抉择，每段时期我们都要找央行的重心在哪儿，这么多目标总有一个是重心。2009年没什么好讲的，稳增长是当务之急，那就是放水，避免通缩。2011年是货币、信贷双紧缩。2013年就是打击同业创新，金融稳定成为重心。2015年是实体通缩风险之下的流动性宽松，央行打造利率走廊管理。2017年金融防风险、去杠杆。2018年4季度的时候又变成了偏松，因为中美贸易摩擦叠加股权质押风险、民企违约潮，其实进

入了一种危机预防的模式。2019年2季度的时候又出现了微调，当时一季度经济超预期，政策取向重现向供给侧改革回归。19年3季度以来，稳增长的重要性又略有提升。2020年2-5月疫情冲击下，货币政策进入危机预防模式，央行不仅降准降息（OMO和MLF利率）还降低了超储利率。但到了2020年5月26日央行重启100亿逆回购操作，之后疫情和经济都有所好转，宏观杠杆率上升，空转套利出现，货币政策开会回归常态。每一段时间央行货币政策都是有一个重心的，13年之后随着经济下行，货币政策整体上易松难紧，引发紧缩的因素往往是金融稳定出现不利苗头。

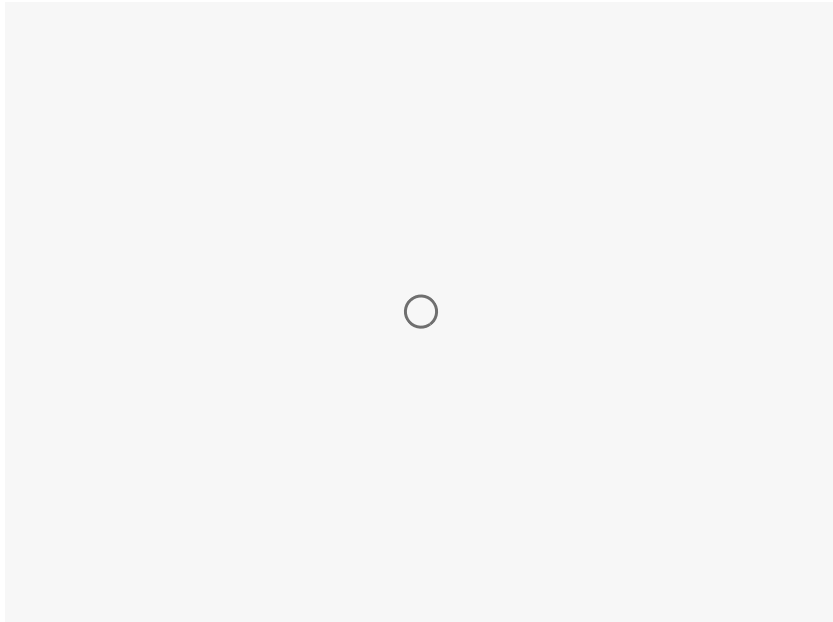


央行的两大传统工具就是准备金率和政策利率，其中传统存贷款利率已经让位于OMO\MLF-LPR体系。那么央行什么时候会动用这两大工具呢？我们知道通胀正常经济

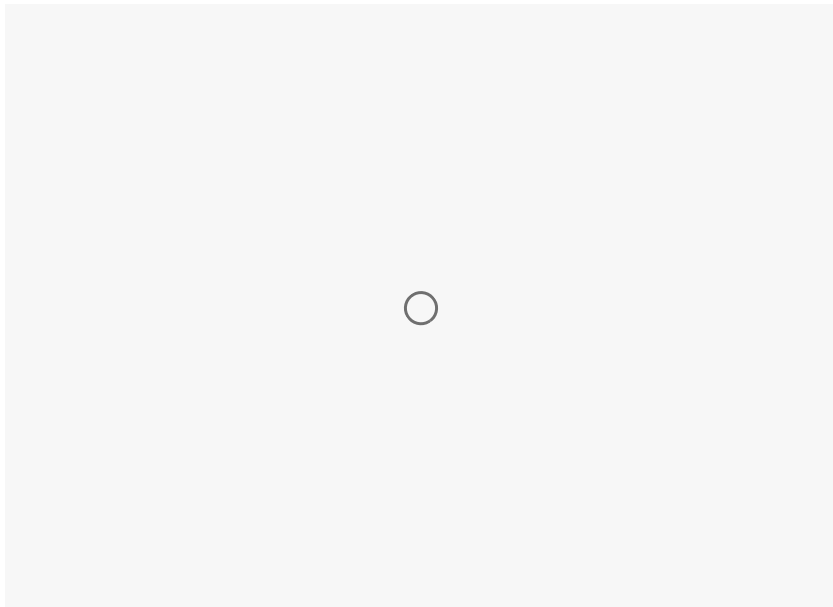
环境下是反映总需求的重要指标，在13年之前，如果CPI超过3%，央行就可能启动加息动作，央行在不同场合也提醒过，央行不仅仅看同比还看环比。不过，在13、17年，央行都有看到金融同业创新、金融加杠杆等问题出现采取了加息动作，尤其是17年通过锁短放长压缩杠杆空间逼迫去杠杆行为。我们曾在17年总结央行回购加息的几个观察因素：经济增速及社融增速、房价等金融风险、机构加杠杆行为（回购余额、隔夜回购占比）、人民币贬值压力等。总之，如果经济掉到潜在增速之下，企业融资需求明显弱化，通胀、房价等也不构成制约，央行降息的概率就会大增。



降准本身显然用意在于调节超储水平，从而控制银行扩张资产负债表的能力，毕竟货币供应量在我们这样的经济体还是最立竿见影的。这几年结构性和定向降准的情况越来越多，结构性政策有效的一个前提是流动性存在缺口，政策才会有效。由于外汇占款在15年之后随着央行退出日常干预，基础货币或超储需要央行通过MLF或降准来投放，因为降准越来越像是常规工具，信号作用有所减弱。当包商事件、中美摩擦等冲击到来时，货币政策救急，往往降准也能提到提振信心的作用。随着时间的推移，降准空间越来越小，央行有必要思考新的基础货币投放方式，再贷款、再贴现较大的应用空间，未来央行直接购买国债等资产在目前看绝无可能，但在五年后可能司空见惯。



央行在历史上开始从紧或宽松周期前，显然主要是数据决定的，但也会释放有些信号。比如，2016年8月份，央行突然重启14天逆回购，其实已经开始释放收紧信号。2020年5月份，央行重启100亿元逆回购传递价格信号（当时隔夜回购利率很低）。无论如何，央行的四大目标已经其他阶段性的具体目标还是我们关注的重点。比如，国常会提出“降低融资成本”之后，货币政策往往会有动作。



在我们的框架里，四大目标当中，增长在2013年之后越来越重要，感觉早已经超过通胀。而金融稳定往往是引发阶段性收紧的核心要素，尤其是如果经济企稳之后，往往货币政策的关注点就会转移到宏观杠杆率和金融稳定、房价等问题上。尤其值得一提的

是，央行在过去两年多次提出M2与社融增速与名义GDP先匹配，这毫无疑问针对是宏观杠杆率，这也是央行关注的重要目标，我们将其视作金融稳定目标下。人民币汇率对货币政策制约也很明显，所谓内部平衡和外部平衡如果平衡，如果外部平衡面临压力，内部平衡也会适度给予考虑，至少不能加剧外部平衡压力。在最近几年，“以我为主”、“自主性”的提法明显增多，表明内平衡是基础，汇率作为宏观经济自动稳定器，波动可能适度加大。

显然，在不同的时期，央行的重点会有所不同。2017年：金融防风险、去杠杆。2018年四季度：金融稳定，避免出现系统性风险；经济下行，逆周期调节。2019年：“经济增长与价格形势预调微调”，复杂形势下保持灵活度，整体保持定力，阶段重点不同。2020年：上半年疫情下勇于担当，逆周期调节为主；5月底之后常态回归，四季度保持中性态度。2021年：“稳”字当头！以我为主。稳健货币政策取向没有改变。坚持货币政策的稳定性、有效性，坚持正常货币政策，不搞大水漫灌。

不过，现在央行多目标下，腾挪的空间越来越小了，很多问题都不是央行能解决的，比如融资需求问题，中美贸易摩擦问题，银保监会各种指标问题，央行能做的不多。在这个过程中，央行空间真是越来越小。为什么老要搞结构性政策，说难听点就是总量政策已经没有太多空间了，现在实体的很多问题不能简单通过总量就解决，你说放水经济就能好吗？上个PPT给大家看了，立马杠杆起来、房地产的价格涨上去了，这个副作用现在越来越大了。好比一个人虚胖，因为你的基础代谢率放慢了。

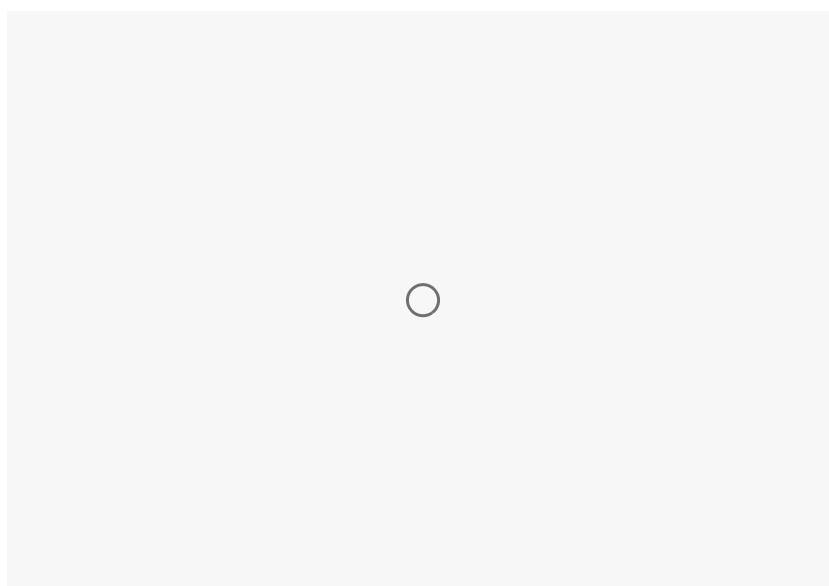
现在很多问题不是简单的放松或收紧就能解决的，而且在日益复杂的内外环境下，中央要求政策要跨周期调节，这个时候总量政策空间比较小，很多时候没有办法只能用结构政策。刚才给大家看的第一页PPT有一句话，货币如水。货币这东西哪能说你让他去哪儿就去哪儿，资本永远是逐利的，这也是央行比较尴尬的地方。结构性货币政策用多了也就是总量政策，但是做总比不做强，通过结构性政策也能起到一定激励作用，为什么央行这个时候一定要有定力呢？没有定力大水漫灌，首先是副作用越来越大。而且结构性政策就等于废了，水都那么多了，谁还听央行的话？只有在水位没那么高的时候，定向政策或者结构性政策还能有点效，这也是央行很尴尬的地方。还有一点外部制约，尤其是汇率的制约。总之，珍惜我们目前还处于正常的货币政策区间吧。

准备金率就不讲了，这个大家有兴趣可以看一看，决定了银行间市场流动性的供给和宽松程度。总量政策以往是债券市场最核心的，就是降准降息，现在空间都不大。在这个过程中，大家知道现在谁比较重要呢？价比量重要，尤其是OMO、MLF利率比较重要。2016年时候央行看到了同业加杠杆，如何应对？缩短放长，给你长钱，成本比较高

的钱，就没有套利空间了，作为控制大家加杠杆的一个手段，同时补充流动性的缺口和基础货币缺口。MLF代表了银行在市场上融到长久期最廉价的钱。而传统的基准利率受到各种各样的制约，贷款利率被废掉了，存款利率无效了，MLF变成非常重要的价格指标。

很多人经常讨论央行缩表、扩表等。简单举例，降准替代“麻辣粉”过程中央行缩表了。原因很简单，央行在投放“麻辣粉”过程当中，央行两边报表同时扩张，降准的过程当中资产负债表是不变的，只不过将法定准备金变成了超储。但是你在降准替代MLF的过程中就从以前的扩表变成了不扩表的东西，相当于缩表了。

货币政策取向有几个观察窗口。一个政治局会议、国常会，再一个央行货币政策执行报告也很重要，以及各种新闻发布会，但是别管谁，最终央行跟美联储都一样，都是“数据决定”的，央行一定是数据决定的，他是数据依赖型的机构，这是很有趣的，他是用数据讲话的，这回到上节课讲到的，为什么要看基本面？更直白点说因为央行看基本面。如果要学习货币政策，货币政策执行报告专栏绝对是百科全书，是最权威工具，大家把这些看一遍基本上是半个货币专家了。



我们来看看银行间市场流动性的决定因素。以前这个图还是非常有效的，在我从业这么多年，2015年之前，经常都是跟这些打交道的，而且其中最核心的是外汇占款，央行不能完全对冲，就会出现资金面高峰或者低谷。2005年、2015年，2012年都是外汇占款突然增加，导致债券市场资金面宽松，跟那个是有关系的。自从2015年之后央行退出了常规干预之后，那个时候外汇占款不再是主要的基础货币来源了。现在再看这个框架，

说实话已经没有任何意义了，只能帮助你理解货币政策，没有任何预判意义。央行投放资金，说明这个市场钱少了，央行哪天收紧，说明这个市场有富裕的资金，往往都要反着理解，跟以前理解完全不同。在这个时候央行的主导权和决策权变得异常重要，央行的这种主动的引导也变得越来越频繁，因为他不引导更模糊了，有时候央行主动引导，主动权和意图在这个时候变的更加重要。短端利率央行还是具有很强的决策权，中间有很多扰动，财政存款季节性，这个经常发生，每次为什么到4月份、7月份就小紧张一点，5月份也是，一般会资金面小紧张一点，都是这个因素导致的。央行那个时候因为知道会很快缓解，不轻易对冲，造成资金面短暂紧张，往往是季节性因素导致的。

上面我们总结了决定银行间市场流动性的关键因素在于超储率水平。但其实大家看到的流动性问题往往还真不是量的问题，也不是价格问题，而考核指标的问题，流动性分层的问题。在央行MPA、银保监会LCR等考核的过程当中，经常对在座的非银有影响。非银与银银为何是流动性分层的？2017年的时候体现特别明显，包括这次包商事件之后也是更明显了，出现流动性和信用分层，背后的原因往往也是跟监管指标、风控等有关，这也是央行决定不了的。MPA考核在2017年出来之后，非银就特别难过，原因是什么？因为银行对非银的拆借算做广义信贷，那你这个广义信贷超标怎么办呢？到月底肯定不给非银借钱，何况银行借出的都是短钱，而且那个成本比较低，银行赚不了什么钱，从整个银行角度来讲，干脆不给非银拆出资金，给你卡死了，这对我们非银来讲肯定非常惨淡，直接导致了流动性分层，银银之间的DR很便宜，但非银借钱就很贵，就是这么来的。有的时候理解流动性，不仅仅看总量，这种指标的影响其实特别大。

为什么在月底的时候，半年末的时候，尤其在2017年特别明显，为什么银行要发存单，为什么不愿融出长钱呢，都是由于LCR指标惹的祸。LCR指标导致银行都想季末融入长钱，融出短钱，长钱特别贵也是这个原因导致的。有时候我们理解银行间体系，得知道银行都是“指标动物”，都是各种指标匡算的结果，不是单纯从经济基本面驱动来讲问题的。

总之，我们看资金面往往要从四个维度着手：量、价、稳定性、结构（或分层）。

我们也会观察一些流动性指标，大家经常会遇到的，因为都比较基础不细讲了。其中，特别值得关注利率互换。中国利率互换可以看做是未来资金成本的均值，某种程度反映对未来流动性的预期。大家看到2015-2016年的时候特别有意思，波动特别小，那个时候意味着什么？资金面大家预期特别稳定，而且利率很便宜，那就是加杠杆的沃土，不加杠杆都不好意思。现在的情况怎么样？其实比2016年时候还略高一点点，现在流动性状况和波动情况比当年略差一点点，我们为什么觉得十年国债碰2016年底部还是有一点

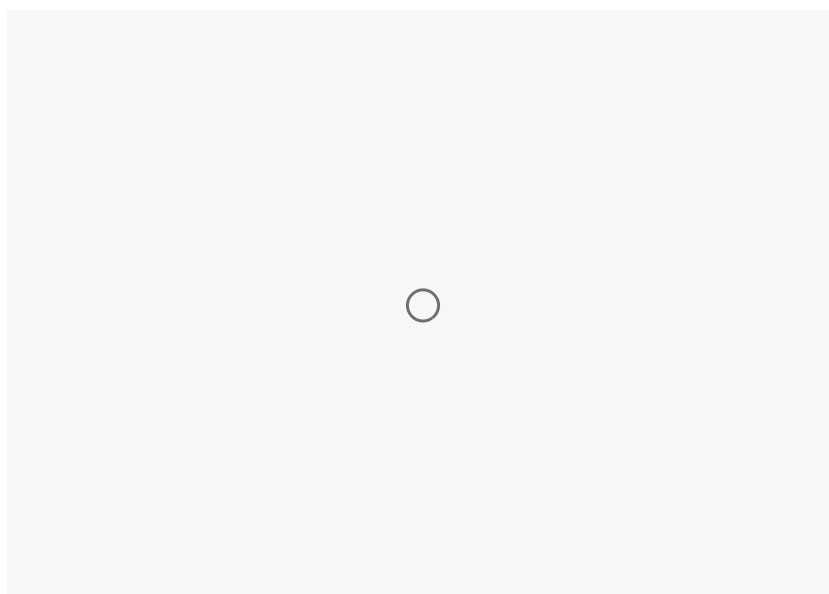
点困难，这是背后的一个理由。当然，市场是在动态演绎的。此外，我们在华泰固收群里每天都会分享日内资金面情绪指数跟踪，有利于跟踪日内指标。

历史上曾出现过四次流动性冲击，每一次都不同。其中，有两次央行主导的，2013年钱荒，2016年底金融去杠杆，持续非常长时间，资金成本上去了，长端也好不到哪里去。2016年因为金融去杠杆，萝卜章事件暴露，紧接着货基被赎回，MPA推出导致资金分层，直到2017年资金很紧。这两年都是很惨淡的。2014年还好，2014年中证登的时候，已经到年底了，很多投资者都欢欣鼓舞等着拿奖金了，觉得没什么大事了，结果没想到中证登出了这么一个事件，这个对市场影响特别大，出现了短暂冲击。不过央行货币政策比较宽松，影响不会特别大，这一次包商事件跟2014年很像。我们当时也判断持续时间不会特别长，最后的结果差不多。

我们再看看三次流动性特别宽裕的时候。一次是2009年，2009年宽松到什么程度？宽松到超储率极高，银行又不能趴帐，央行给我的超储利率是0.72%（2008年底从0.99%调整到0.72%），不能趴帐，怎么办？很多银行领导就说了，必须得用出去，所以这是推动那年债券市场大涨的很重要原因，尤其短端。那年你看回购率最低的时候，跌破过1%，也是由于机会成本就那么多，就这个因素导致的，而且持续比较长时间。2015年最大的问题就是资金面太平稳了。你说松到哪儿，的确没有像2009年那么松，但是极其平稳，那年因为外部环境不好，中国内部有通缩压力，所以那年央行打造利率走廊，用意是挺好的，最后结果是什么？资金面极度宽松且稳定，那是杠杆的温床，当时同业理财、同业资产甚至债市都还有刚兑，那一年大家的口号都叫资产驱动负债，有资产就行，拿到资产就能套利。过去这么几年，所谓金融去杠杆，跟2015年资金面的过度平稳是有关系的，你说央行错了吗？其实不是，2015年现实环境比如房地产和过剩产能压力太大了，不宽松肯定不行，很遗憾我们这么多年都是在解决一个问题的过程中又创造了新的问题。

到了2019年有什么不同呢？这次回购利率也短暂冲破了1%，我们觉得不会持续太长时间，因为对央行来讲宽松已经解决不了很多总量的问题了，包商事件出来之后，加上面临跨季压力，为了不产生系统性问题，不出现第二个包商，这个时候要呵护一下流动性。度过季度末之后资金面就没有那么宽松了。相对来讲还没有到2016年这种情况，这是很重要区别。2020年疫情冲击之下，货币政策勇于担当，快速救急放松，也曾推动资金面极度宽松，隔夜回购降低到1%以下。但是5月份开始出现金融套利行为，通过票据融资然后转存银行的结构存款，加上当时疫情已经得到了控制，货币政策开始回归常态，结束了过度宽松状态。

上面讲的是狭义流动性，再来看看实体流动性。实体流动性就看信贷条件和融资需求，信贷条件好于融资需求那就是实体资金面宽松，信贷等利率下行，但是如何能宽松下去呢？其实离不开这页图，我们知道实体流动性宽松取决于几个因素，货币端+融资渠道端+融资主体端。第一，货币端：央行层面需要提供更多超储，这是银行资产负债表扩张的来源或种子资金。第二，融资渠道端：金融体系要愿意放贷，不缺资本金和流动性指标等制约，有信贷额度。表外直接融资市场没有太明显的限制，总之融资渠道需要通畅。第三，融资主体端：融资主体要愿意融资，项目资本金等不存在障碍。我们为什么从去年到今年（这里指19年）一直宽信用宽不下去呢？一个很重要原因，货币层面不是太大的问题，金融体系层面问题比较大，银行风险偏好比较低、受制于资本充足率等制约，几大融资主体，城投、房地产融资主体和渠道被限制住了，本身不想融资或者不能融资，这导致宽信用很难走下去，还有项目资本金约束，这是宽信用一直没有特别好的简单原因。



我们来看看历史上几次宽信用。第一次就是2009年，2009年宽信用绝对是史无前例的，2009年宽信用过程中有几招做的特别好，第一个超储率极度宽松，央行大放水。第二金融体系一声令下都听话，第三城投、房地产横空出世，城投抵押了地方政府信用，房地产有优质抵押物，中国人的终极信仰还是房子。大家知道最后整个环节全给调动起来。这还不够，那年发改委降低了项目资本金要求，这些政策齐下，最终导致信贷数据大幅飙升。2009年大水漫灌的流动性也溢出到股市，股市从业绩驱动、资金面驱动等多方面受益。

第二次是2012年，2011年严厉紧缩导致房地产下行，海外欧债危机爆发。在此环境下，

房地产、城投政策都略微有所放松，带动实体资金面好转。第三次是2015年，实体融资需求很弱，地方政府在反腐环境下无心做事，多做多错。那个时候流动性极其宽松，为什么那年股市有一个大行情呢？2014年时候已经看清楚了，不知道在座各位怎么样？2011、2012年时候流行拼单买信托，2014年之后开正门堵偏门，人家不用非标融资了，都可以公开发债了，加上货币政策极其宽松。老百姓的钱突然投向少了，股市稍微点把火，整个市场资金不断涌进去了。后来银行理财开始提供配资，包括其他机构，直接将资金导入股市，起到了推波助澜的作用。邻居老王赚了钱就是股市最大驱动力，老王赚钱你也嫉妒，你也想赚钱，进入典型的资金驱动，最后上涨就是上涨的理由。

2018年特别不一样，2018年融资主体在金融防风险的过程中受到各种抑制，这时候怎么宽信用，你想让他做事不能做，国企去杠杆，城投查隐性债务，房地产高压，这个时候没法做事，为什么宽信用老宽不出来，因为融资渠道端和融资主体端都被按住了。社融量是下来了，为什么信贷利率还上升了呢，因为融资渠道收缩的更快，融资渠道先给你卡死，融资需求收缩的更慢，导致一个结果就是实体利率在上升，广谱利率分化。

在新的环境之下，流动性状况出现了很多变化，比如像金融供给侧改革，在这个大的框架下，其实从政策制定者的角度来讲，还是希望水更多向制造业、科创板、资本市场去流动，不希望向房地产、城投、同业等流动，在这个过程中我相信对整个流动性的格局或者结构也肯定会产生很多深远影响。

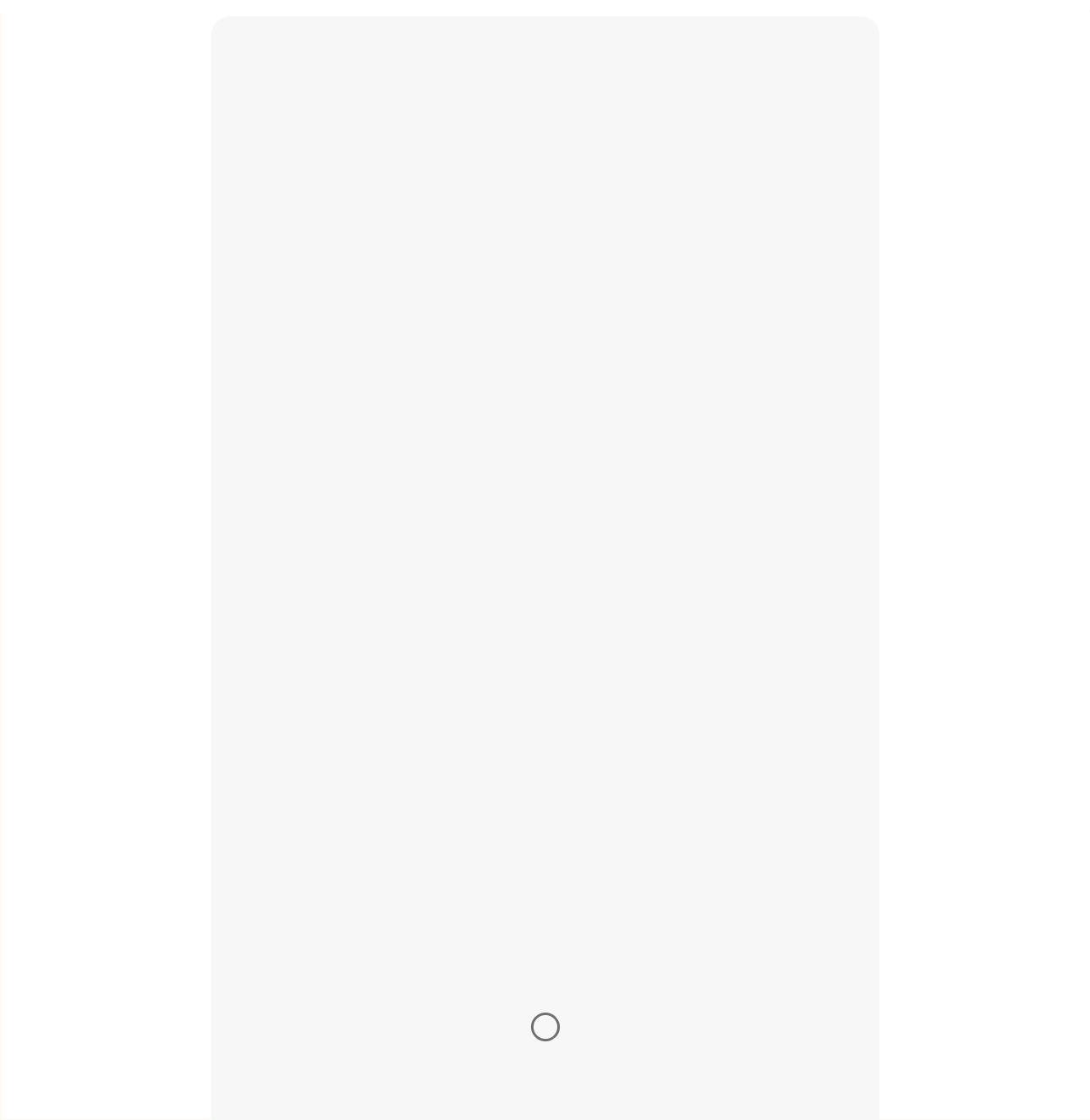
资本市场流动性，这块比较粗糙，就讲一点。在宽信用努力的过程中，包括票据等利率在下行，理财等利率下行之后股市的机会成本降低，债市收益率下行之后股债性价比在微妙变化，这样的话很多钱慢慢对股市接受度提升了。还有一点打破刚兑过程当中，刚兑资产越来越少了，以前买那种无风险高收益资产，现在都没有了，这个时候慢慢你也觉得不少高分红蓝筹股等还不错，这时候你慢慢接受度提升了，通过这种路径我们觉得对资本市场来讲，在后面可能慢慢看到估值提升的空间。考虑到房住不炒、理财变身风险资产且利率走低，居民资产再配置浪潮将是资本市场最大的机遇。对股票投资者，关注什么OMO的量不如关注价，关注OMO的价不如关注理财利率、货基利率、票据利率这些和资本市场联系更紧密的利率，理财利率才是老百姓心中曾经的无风险利率，监管美联储-北上资金环节，这都是我们分析流动性一个简单框架。

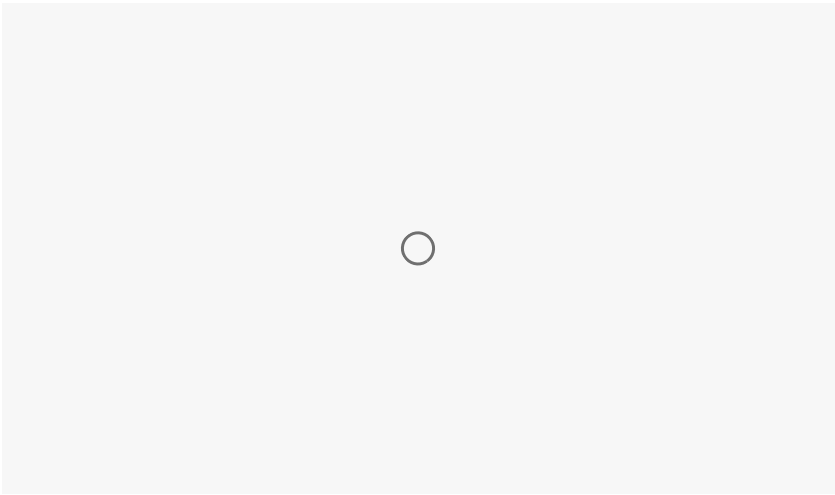
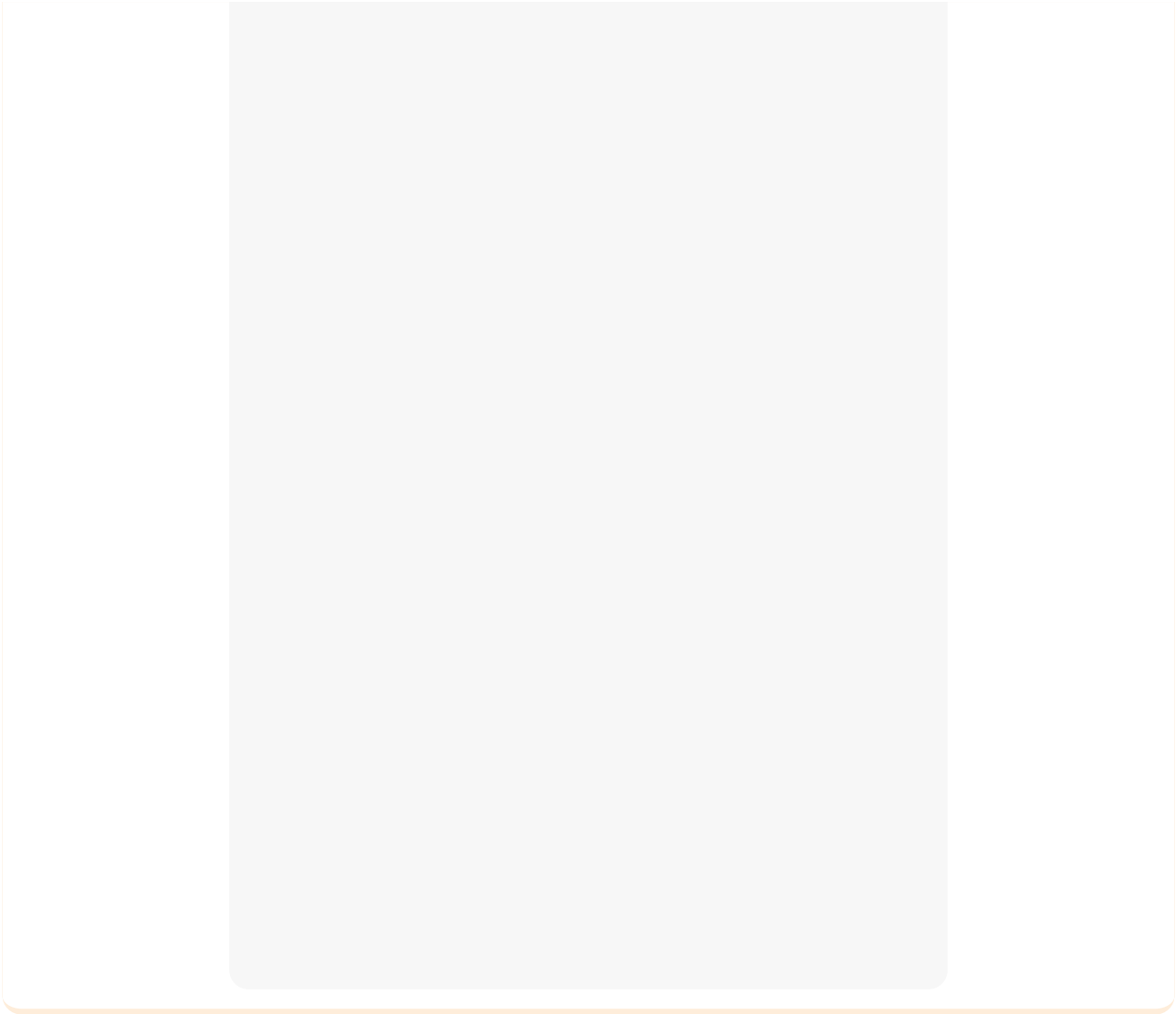
通过一个半小时讲货币这个东西，肯定是讲不太清楚的，但我们的宗旨就是授之以渔。推荐一些资料吧，像张晓慧的《多重约束下的货币政策传导机制》、孙国峰的文章和书、李波《构建货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架》，历年央行货币政策执行报告的所有专栏，有些机构的流动性系列报告，还有一些有些货币的科普文，其实都是非

常不错的资料。

最后再次重申，有时候比不懂更可怕的是一知半解，似懂非懂，我也在学习完善的过程中。我们都是货币政策的接受者，我们要认识、了解它，才能更好的理解它，并为我们的投资服务，谢谢大家。

本材料所载观点源自2018年12月09日发布的研报《货币政策的变与不变》、2018年12月28日的《货币传导不畅背后的存款荒因素》、2021年3月7日的《基础货币投放方式的小探讨》、2021年5月30《资金面的“另类机理”与中性回归》，对本材料的完整理解请以上述研报为准





[投稿、内训合作点我](#)

[Read more](#)