

证券研究报告 / 宏观专题报告

不急转弯，具体怎么转？

---对货币政策的全面复盘拆解

报告摘要：

2020 年货币政策工具详细梳理：

- 1) 去年使用更多的是结构性工具，总量工具运用相对克制，未来价格信号反映政策态度。
- 2) 今年结构性货币政策的到期压力主要集中在再贷款再贴现，时点上集中在三季度，但两会报告中明确提到“加大再贷款再贴现支持普惠金融力度”；对于两项直达工具，其实施进度远不及计划，结合央行应延尽延的态度，也降低了潜在的流动性风险。

国内货币政策还存在哪些退出空间？

- 1) 现实来看，数量型调控的传统货币政策工具已率先实现转弯。今年以来整体流动性处于净回笼状态，证明当前已经处于流动性收紧的阶段。除此之外，在货币政策收紧阶段，降准工具一般都被采用。我们认为，去年下半年以来一直缺席的降准已经先行释放流动性收紧信号。

- 2) 经验来看，下一步价格型工具的退出需要具备哪些条件？

对照 2017 年加息周期，大概具备四层条件：

- 条件一：各国补库周期向上，贸易活动加强，全球经济迎来共振式复苏。
- 条件二：海外货币政策收紧，美联储处在加息周期之内。
- 条件三：国内处在金融去杠杆阶段，前期流动性环境边际收紧相互配合。
- 条件四：广义通胀水平明显上行，PPI 和房价上涨压力较大。

对比以上四种条件，我们认为，今年上半年政策利率暂不会作调整，但若下半年之后，外需向好及消费修复带动国内经济动能继续向上，同时输入性通胀压力不减，国内货币政策可能存在进一步收紧的诉求。

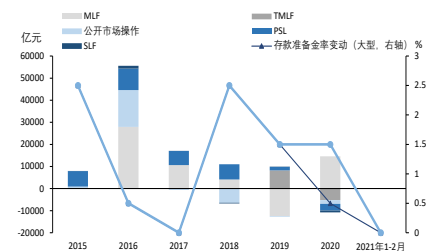
具体来看：一是，国内外经济恢复尚不同步，外需回升仍在前半段，同时国内消费表现依旧偏弱；二是，海外货币政策仍处在宽松阶段，年内加息概率不大。从中美利差角度来看，美债收益率的上行将阶段性缓解人民币升值压力。三是，监管层对于去杠杆的态度并未升级，当前仍是稳杠杆诉求。四是，国内通胀处在上行阶段，但当前通胀压力不大，重点在于下半年 PPI 是否会超预期。

对债市的几点风险提示：

- 1) 今年资金到期压力集中在哪些领域？客观来看，今年 MLF、再贷款再贴现存在一定到期压力，时点上主要集中在三、四季度，届时关注央行相应的对冲操作。同时，今年三季度以前债券到期压力高于往年，叠加非标规模持续压缩，与信贷旺盛力量相互制衡，需关注信用回落幅度。
- 2) 警惕下半年经济超预期带来的货币政策收紧，即消费和出口向上力量带动国内经济保持平稳（不考虑基数效应），引发国内货币政策的进一步退出，初步判断全年 10 年期国债利率处于 3.2%-3.5% 区间。

风险提示：内需修复放缓，宏观政策超预期

相关数据



相关报告

《Q1 高增格局已定，预计全年 GDP 增速超 8%》

--20210316

《海外经济逐步回暖》

--20210314

《“茅”与“锚”的对决之“锚”篇》

--20210313

《回答 2 月金融数据的几点疑问》

--20210311

《通胀进入回升阶段，但高通胀将只是短期现象》

--20210310

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

021-20361156 shenxf@nesc.cn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

目 录

1.	2020 年货币政策工具详细梳理	4
1.1.	去年总量工具运用相对克制，未来价格信号反映政策态度	4
1.2.	结构性货币政策的退出带来的流动性压力如何?	5
1.2.1.	1.8 万亿再贷款再贴现的到期压力值得关注	7
1.2.2.	两项直达工具的退出风险相对偏小	8
2.	我国货币政策发展阶段回顾	10
2.1.	第一阶段：2003Q2-2011Q4，货币政策总体从紧	10
2.2.	第二阶段：2012Q1-2014Q2，货币政策由从紧转向稳健	11
2.3.	第二阶段：2014Q3-至今，货币政策双向微调，注重结构性工具使用	12
3.	国内货币政策还存在哪些退出空间?	13
3.1.	现实来看，数量型调控的传统货币政策工具已率先实现转弯	13
3.2.	经验来看，下一步价格型工具的退出需要具备哪些条件?	14
3.2.1.	2017 年加息周期背后的四层约束条件	15
3.2.2.	关注下半年货币政策进一步收紧的风险	18
4.	对债市的几点风险提示	20
4.1.	今年资金到期压力集中在哪些领域?	20
4.2.	警惕下半年经济超预期带来的货币政策收紧	21

图表目录

图 1:	2015 年以来月度 MLF 投放量	4
图 2:	市场利率与政策利率表现	4
图 3:	政策利率表现	5
图 4:	历年存款准备金率表现	5
图 5:	2020 年再贷款再贴现各阶段使用进度	7
图 6:	2020 年各季度再贷款再贴现使用情况	7
图 7:	普惠小微企业贷款延期支持工具使用进度	9
图 8:	2020 年企业贷款累计延期规模	9
图 9:	普惠小微企业信用贷款支持工具使用进度	9
图 10:	普惠小微企业信用贷款累计发放情况	9
图 11:	2015 年以来流动性投放总量	10
图 12:	央票月度发行量	11
图 13:	存款类金融机构存款准备金率	11
图 14:	广义通胀水平表现	11
图 15:	剩余流动性与信贷表现	11
图 16:	2012 年后流动性投放力度加大	12
图 17:	2012 年起逆回购利率调整频率加大	12
图 18:	2015 年后各期限流动性工具陆续推出	13

图 19: 2015 年后价格型工具使用频率增加	13
图 20: 2015 年以来流动性投放总量	14
图 21: 中美欧日 OECD 综合领先指数	15
图 22: 中美欧日出口金额同比	15
图 23: 中美日制造业库存同比增速	15
图 24: GDP 三驾马车表现	15
图 25: 美联储政策利率及资产负债表规模	16
图 26: 美国失业率和通胀表现	16
图 27: 居民、政府和企业部门杠杆率	16
图 28: 金融部门杠杆率	16
图 29: 2016-2020 年超储率	17
图 30: 2016-2020 年 DR007	17
图 31: PPI 与 CPI 同比表现	18
图 32: PPI 各部门同比表现	18
图 33: 一二三线房价表现	18
图 34: 上证综指温和抬升	18
图 35: 国内外经济修复不同步	19
图 36: 消费与生产修复不均衡	19
图 37: 美联储政策利率变动	19
图 38: 中美利差高位回落	19
图 39: 2020 年各季度 MLF 及再贷款再贴现到期规模估算	20
图 40: 信用债到期规模	21
图 41: 地方债到期规模	21
图 42: 信用债主要行业到期分布	21
图 43: 普惠小微企业信用贷款累计发放情况	21
图 44: 中国对美国的出口份额	22
图 45: 中国在机械运输设备方面对美的出口份额	22
 表 1: 主要结构性货币政策梳理	 6

1. 2020 年货币政策工具详细梳理

1.1. 去年总量工具运用相对克制，未来价格信号反映政策态度

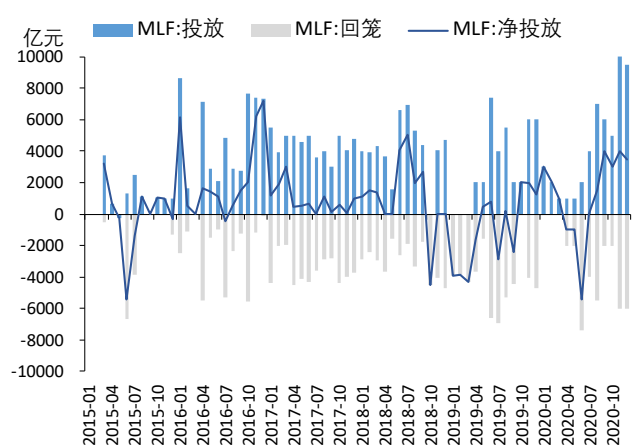
2020 年总量工具的使用相对谨慎，从量的角度来看，通过降准、公开市场操作共计投放 2.2 万亿资金。其中，1 月初在疫情之前央行采取了一次全面降准，下调存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金 8000 亿元，对比 2018、2019 年分别下调存款准备金率 2.5、1.5 个百分点，可以看出 2020 年央行降准操作较为克制；另一方面，公开市场操作净投放 14200 亿元（其中 MLF 净投放 14600 亿元），整体上高于往年投放规模，但相对增量不大。具体时点来看，MLF 投放集中在四季度，对应今年四季度 MLF 到期规模高达 1 万亿。

对比 2016 年，由于房价较快上涨，通胀预期上行，货币政策开始于三季度收紧，但年内公开市场操作利率保持平稳，央行主要通过适当延长资金投放期限来抬升市场利率水平，挤压泡沫，防止期限错配和流动性风险。当年全面降准仅在 3 月份出现一次，但下半年公开市场操作净投放也超过 2 万亿，逆回购和 MLF 分别贡献 0.3 万亿、1.7 万亿。

相对于量的表现来看，央行对于价格的调控更为明显。2020 年 MLF 利率、1 年期 LPR 均下调 30BP 至 2.95%、3.85%。各期限 SLF 利率也同步下调 30BP，其中 7 天 SLF 下调至 3.2%。但 4 月份之后政策利率均保持平稳。

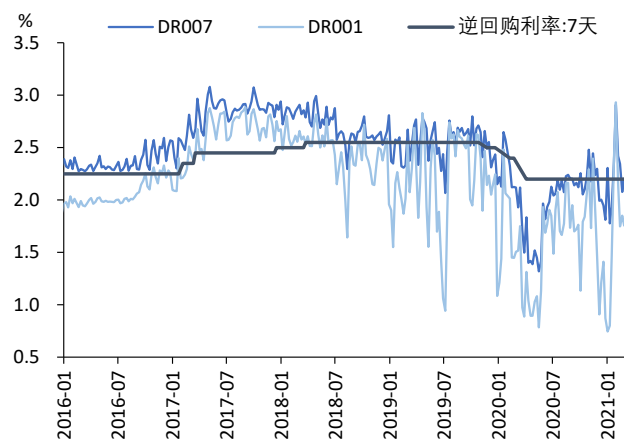
因此，对于总量工具而言，考虑到当前央行正逐步从数量型调控转为价格型调控，央行更多关注的是价格的变化，而量的投放最终也会在价格层面体现出来。因此，在考虑退出问题时，更重要的是关注央行对于利率的态度，一般来说，在政策退出年份，政策利率的变动不会出现突发性的上行，往往是通过量的收敛或是资金投放期限拉长，带动整体市场利率抬升，政策利率多是随行就市的操作。

图 1：2015 年以来月度 MLF 投放量



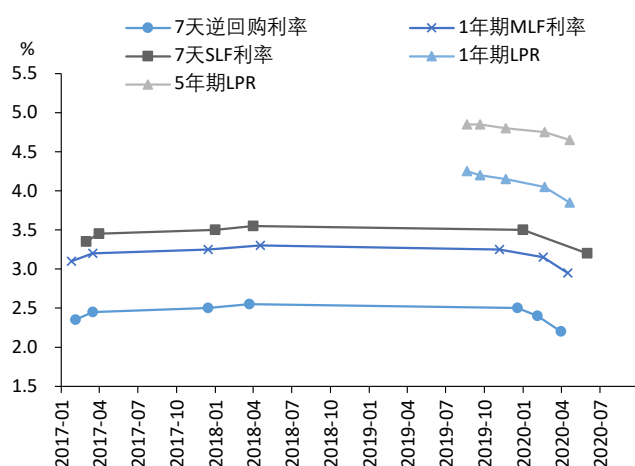
数据来源：东北证券，Wind

图 2：市场利率与政策利率表现



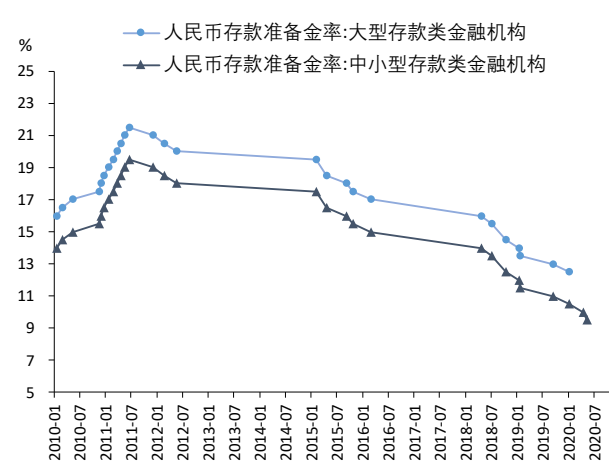
数据来源：东北证券，Wind

图 3：政策利率表现



数据来源：东北证券，Wind

图 4：历年存款准备金率表现



数据来源：东北证券，Wind

1.2. 结构性货币政策的退出带来的流动性压力如何？

相对于总量工具而言，2020 年运用更多的是结构性工具，包括定向降准、再贷款再贴现以及两项直达工具，直接释放的资金量达到 4 万亿规模。其中，3-5 月两次定向降准释放资金 9500 亿元；三次再贷款再贴现共计 1.8 万亿；两项直达工具计划提供 4400 亿元再贷款资金进行激励，但完成进度不足一半，带动普惠小微企业贷款本金延期 8737 亿元，普惠小微企业信用贷款发放 4808 亿元。

除此之外，政策性银行也多增 9500 亿元信贷规模。包括 3 月末推出、6 月底落实的 3500 亿元民营小微企业专项信贷额度，以及 5 月中旬提出的调增政策性银行全年信贷计划 6000 亿元。

同时，结构性货币政策的退出也会带动资金成本的被动抬升。尤其是通过 1.8 万亿再贷款再贴现提供的低成本资金，央行控制贷款利率在 1.6%-5.5%之间，大致对应 LPR 加点 1.5%以内，而往年贷款利率占比超过 1.5%以上的接近 35%，2020 年末降至 30%以下。具体来看，3000 亿元专项再贷款，对应贷款利率不超过最近一次公布的一年期 LPR 减 100 个基点，加上 50%的财政贴息，确保企业实际融资成本降至 1.6%以下；5000 亿元再贷款再贴现，对应贷款利率不高于最近一次公布的一年期 LPR 加 50 个基点，介于 4.35%-4.55%；1 万亿元再贷款再贴现，对应 5.5%左右的优惠利率。

表 1: 主要结构性货币政策梳理

具体措施	实施时间	使用期限	释放资金量	实施进度	资金流向
普惠金融定向降准	2020-03-16		5500 亿元		用于发放普惠领域贷款
定向降准	2020-04-15/ 2020-05-15		4000 亿元		下调中小型存款类金融机构存款准备金率 1 个百分点
再贷款、再贴现	2020-01-31	1 年	3000 亿元	6 月末发放完毕	防疫重点医用物品和生活物资的生产、运输和销售重点企业
	2020-02-26	再贷款 1 年，再贴现不超过 6 个月	5000 亿元	6 月末发放完毕	支持涉农、小微、民营企业复工复产
	2020-04-20		10000 亿元	接替 5000 亿元再贷款，12 月末发放完毕	
临时性延期还本付息	2020-03-01	2020 年 1 月 25 日-2020 年 6 月 30 日		2020 年 12 月末，累计完成 7.3 万亿贷款本息延期，向地方法人银行提供激励资金 87 亿元，支持普惠小微企业贷款延期本金共计 8737 亿元，加权平均延期期限为 12.8 个月，完成计划的 24%。	中小微企业
普惠小微企业贷款延期支持工具	2020-06-01	针对 2020 年 6 月 1 日-2020 年 12 月 31 日到期的贷款本息进行适当延期，还本付息日期最长可延至 2021 年 3 月 31 日	预计覆盖 7 万亿普惠小微贷款本金。延期支持工具针对地方法人银行，预计覆盖 3.7 万亿延期贷款本金，提供 400 亿元再贷款资金进行激励。		普惠小微企业贷款（单户授信 1000 万元及以下小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款）
	2020-12-21	一季度到期后，适当延长政策期限，做到按市场化原则应延尽延			
普惠小微企业信用贷款支持计划	2020-06-01	针对 2020 年 3 月 1 日至 12 月 31 日新发放的不少于 6 个月的普惠小微企业信用贷款，按实际发放信用贷款本金的 40% 提供优惠资金，期限 1 年	预计可带动地方法人银行新发放普惠小微企业信用贷款约 1 万亿元，提供 4000 亿元再贷款资金	2020 年 12 月末，累计发放 3.9 万亿普惠小微信用贷款，比上年多发 1.6 万亿，累计向地方法人银行提供优惠资金 1700 亿元，支持其 3~12 月发放小微企业信用贷款共计 4808 亿元，完成计划的 48%	普惠小微企业信用贷款
	2020-12-21	实施期限由 2020 年年底适当延长			

数据来源：东北证券，公开资料整理

1.2.1. 1.8 万亿再贷款再贴现的到期压力值得关注

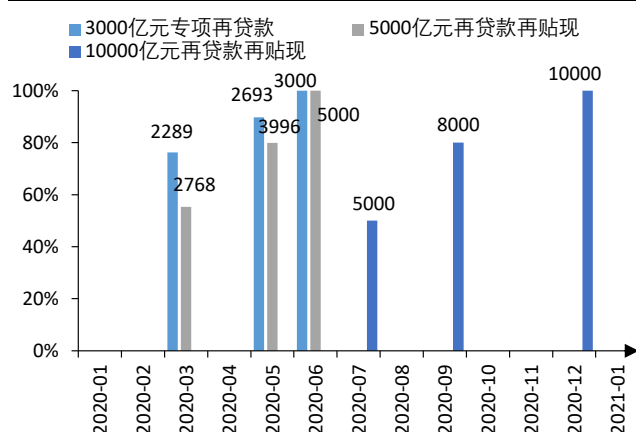
具体来看，今年结构性货币政策的到期压力主要集中在再贷款再贴现。对于再贷款再贴现的使用，去年 6 月末，3000 亿元专项再贷款以及 5000 亿元再贷款再贴现已经执行完毕，其中超过 60% 于一季度进行投放；1 万亿元再贷款再贴现作为接续政策，多数集中在 Q3 进行发放。考虑到再贷款期限为 1 年，再贴现不超过 6 个月，但是再贴现规模较小，因此我们整体上估计使用期限为 1 年。那么相应的今年一季度至四季度内，预计再贷款再贴现分别到期 5000 亿元、3000 亿元、8000 亿元、2000 亿元。

从其使用用途来看，3000 亿元专项再贷款用于支持疫情防控保供，经由全国性银行和部分地方法人银行，向重点企业发放，其中有一半以上为中小微企业；其余 1.5 万亿再贷款再贴现用于支持涉农、小微和民营企业复工复产，面向全国 4000 多家地方法人金融机构发放，更具有普惠性。

整体来看，考虑到再贷款再贴现的到期将减少整体基础货币规模，同时其发放对象为中小微企业，从 PMI 大中小型企业景气度分化情况来推测，其恢复基础尚不稳固。因此我们认为央行会谨慎考虑其到期风险，尤其是三季度面临的集中到期。可能的操作是，央行继续推出一定额度的再贷款再贴现，或是通过 MLF 中长期资金的供给，来对冲可能出现的流动性压力。

对此，今年两会政策工作报告的表态弱化了这一流动性风险。报告中明确提到“加大再贷款再贴现支持普惠金融力度”，同时今年针对大型商业银行普惠小微企业贷款增速目标有所放缓，较去年的 40% 以上降至 30% 以上，但仍然继续强化对小微企业贷款的定向支持。“引导银行扩大信用贷款、持续增加首贷户，推广随借随还贷款，使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向小微企业、个体工商户、新型农业经营主体，对受疫情持续影响行业企业给予定向支持”。

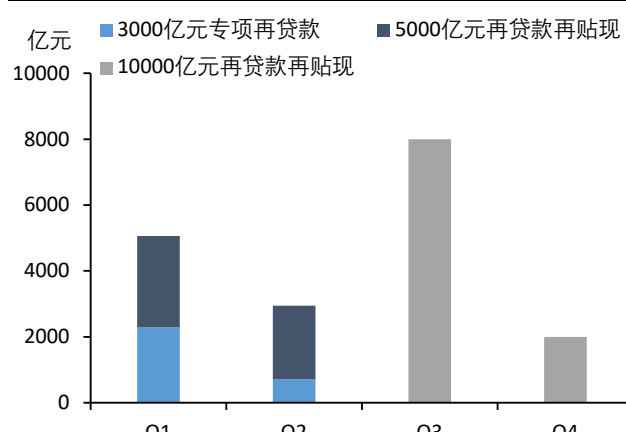
图 5：2020 年再贷款再贴现各阶段使用进度



数据来源：东北证券，公开资料整理

注：纵坐标为实施进度，横坐标为累计使用金额

图 6：2020 年各季度再贷款再贴现使用情况



数据来源：东北证券，公开资料整理

1.2.2. 两项直达工具的退出风险相对偏小

对于两项直达工具，其实施进度远不及计划，结合央行应延尽延的态度，约束了未来退出空间，也降低了潜在的流动性风险。

首先，自去年6月推出的普惠小微企业贷款延期支持工具，主要用于配合3月份以来推出的全国性的中小微企业贷款延期计划。对于2020年6月1日至12月31日期间到期的普惠小微贷款，实施阶段性延期还本付息，还本付息日期最长延长至2021年3月31日。央行最初预计覆盖7万亿普惠小微贷款本金，其中针对地方法人银行，预计覆盖3.7万亿延期贷款本金，央行将提供400亿元再贷款资金进行激励。但最终结果为对7.3万亿元贷款本息实施延期，包括普惠小微贷款在内。其中，支持其对普惠小微企业贷款延期本金共计8737亿元，对应延期支持工具的最终实施进度为计划的24%。

我们认为贷款延期支持工具实施结果远不及计划安排的原因在于：一是，直达工具针对的是普惠小微企业贷款，并非面向全部的中小微企业。央行定义的普惠小微贷款包括单户授信1000万元及以下小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款；二是，贷款延期支持工具仅面向地方法人银行，不包括政策性银行、股份制银行；三是，延期还本付息要求企业保持就业岗位基本稳定，同时随着经济恢复，企业现金流改善导致其对于延期的需求也会降低，而银行也有可能出于风控的考虑，操作相对谨慎。

根据央行数据显示，2020年对7.3万亿中小微企业贷款本息进行延期处理，6-12月加权平均延期期限为12.8个月，因此我们可以根据去年各个月份的延期规模大概推测出今年相应月份的贷款本息到期压力。根据去年的存量延期贷款规模，今年上半年、三季度、四季度预计分别有2.1万亿、2.6万亿、2.6万亿中小微企业贷款本息面临到期压力。其中涉及延期支持工具的部分，到期规模主要集中在6-7月份以及四季度，对应贷款延期本金均为4000亿元左右。

但考虑到12月份国常会上明确表态“2021年一季度要继续落实好原定的普惠小微企业贷款延期还本付息政策，在此基础上适当延长政策期限，做到按市场化原则应延尽延”，我们认为央行维稳的态度已经明确，同时随着疫后经济持续上行，企业现金流也在逐步改善，预计央行将根据具体情况，进行相应的延期处理，规避市场可

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17396

