

证券研究报告 / 宏观数据

货币政策缓慢退出，市场利率中枢或将适度抬升

—— 2020 年四季度货币政策执行报告点评

报告摘要：

央行对经济表述谨慎乐观，认同“经济向常态回归，经济运行中积极因素增多”，但“国内经济恢复基础尚不牢固”，也决定货币政策不急转弯的基本面条件，指向未来货币政策是一个缓慢退出、相机抉择的过程。当前不确定性因素主要来自于，全球疫情防控，国内冬季疫情反弹对于消费恢复的扰动，国内信用风险可能的滞后显现。

央行重申“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”的货币政策目标，指向的是通胀、汇率两个关键因素。当前央行对于未来通胀回升持乐观态度，但目前来看整体通胀压力不大。因此，稳汇率是央行当前的主要诉求，在海外主要央行尚未讨论退出问题之前，国内货币政策收紧的幅度也相对有限。

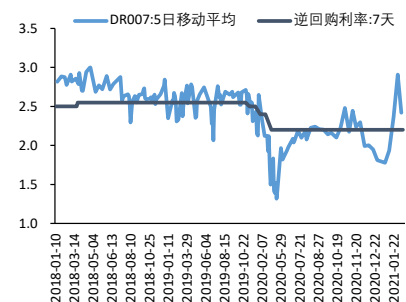
整体来看，货币政策面临缓慢退出的过程，短期内总量政策保持稳定，即不急转弯、稳字当头。具体来看，一是政策利率暂不会调整；二是流动性投放相对谨慎，降准有望再度缺席，资金面不缺不溢是常态。同时央行对于市场利率波动的容忍度有望加大，相应的利率中枢将适度抬升。考虑到当前经济已经向常态化回归，意味着央行在流动性层面对于实体经济的支持有望边际收敛，在投资回报率提升的情况下，资金需求上升带来的融资成本的适度上行也较为合理。

结构性货币政策重心调整，部分开启渐进式退出。2020 年实施的结构性货币政策包括再贷款、再贴现、两个直达实体的货币政策工具，意在加强政策稳企业保就业的作用，并且主要针对中小微企业发展。1) 两个直达实体的货币政策工具已经明确延续到今年一季度末，根据 12 月的加权平均延期期限，2021 年的延期还本付息压力得到有效缓和。2) 对于再贷款、再贴现，将面临到期不续或少续的问题，同时政策目标范围也出现明显变化。考虑到再贷款期限为 1 年，再贴现期限不超过 6 个月，2020 年末已经发放完毕，今年将陆续面临政策到期退出的问题，我们预计到期高峰主要集中在三季度，上半年压力不大。同时，随着经济向常态化回归，再贷款再贴现的功能也从此前的维稳经济转向经济结构调整的重点方向，如科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持。

央行增设专栏《加强存款管理 维护存款市场竞争秩序》，意在强调存款利率自律管理能够在存款基准利率保持不变的情况下，带动实际存款产品利率的相应下调。存款基准利率作为利率体系的“压舱石”，要长期保留。

风险提示：海外疫情反复，宏观政策超预期。

相关数据



相关报告

《推动美国 1.9 万亿财政刺激计划的“预算和解程序”是什么？》

--20210207

《央行维护资金面不缺不溢》

--20210207

《企业生产活动降温，关注 2 月份超季节性表现》

--20210201

《流动性压力有望缓和，预计资金面回归紧平衡》

--20210131

《美联储“鸽”声依旧，拜登行政令频出》

--20210131

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

1. 央行对经济表述谨慎乐观，决定货币政策不急转弯

相较三季度货币政策执行报告，央行对于当前经济形势的判断相对乐观，但仍然强调内外部不确定性较大。报告中指出“经济向常态回归，经济运行中积极因素增多”，但“国内经济恢复基础尚不牢固”。一方面，海外存在病毒变异、疫情反弹、疫苗接种进度不及预期的问题，同时极度宽松的流动性环境也导致金融风险隐患加大，相应的增加了国内防范输入性疫情和国际金融风险的压力。另一方面，近期国内多地出现聚集性疫情，为消费恢复带来扰动，不良率上升等信用风险可能会滞后显现。

央行对于经济谨慎乐观的态度，也决定了未来货币政策是一个缓慢退出、相机抉择的过程，这取决于全球疫情防控的进展，以及美联储未来货币政策退出的步伐。从报告表述中来看，政策的主基调依然是“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。”这与1月15日国新办发布会上，孙国峰司长的表述一致。“处理好恢复经济和防范风险的关系”，一方面，指向货币政策不能持续宽松，正常化的退出能够防止资产价格泡沫等金融风险，另一方面，在经济基础尚未牢固之前，货币政策也不能过快退出。

2. 币值稳定目标下，稳汇率主导货币政策正常化节奏

本次报告中额外提及货币政策目标，即以“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”，这也是孙国峰司长此前在《健全现代货币政策框架》一文中的表述。所谓币值稳定指的是，对内保持物价稳定，对外保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

央行对于未来通胀回升持乐观态度，但目前来看整体通胀压力不大。一方面在基数效应及供给扰动的作用下，CPI年末降至0附近，同时核心CPI仍在低位，未来企稳回升的幅度有限；另一方面，PPI有望在一季度迎来转正，二季度的冲高主要受基数效应推升，环比持续走强的动能有待考量。在国内传统投资表现平稳的背景下，黑色系工业品涨幅空间有限，输入性相关的原油有色等商品取决于未来海外供给约束和需求释放的相对表现，考虑到当前海外工业生产仍在缓慢恢复，通胀上升的隐患更多在下半年表现。

稳汇率是央行当前的主要诉求，在海外主要央行尚未讨论退出问题之前，国内货币政策收紧的幅度也相对有限。鉴于美联储的鸽派立场，人民币汇率主动升值趋势仍在，1月以来在美元指数的反弹之下，人民币汇率相对趋稳，中美利差高位收敛。若国内货币政策率先收紧，中美利差可能再度走阔，继续加深人民币升值压力。

3. 货币政策缓慢退出，未来市场利率中枢或将适度抬升

总体来看，货币政策面临缓慢退出的过程，短期内政策利率仍将保持平稳，降准有望再度缺席，未来资金面不缺不溢的紧平衡将是常态。在流动性方面，央行重申三季度货币政策执行报告中的表述，如“综合运用中期借贷便利、公开市场操作、再贷款、再贴现等多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，把好货币供应总闸门”。

但我们认为未来央行流动性的投放将更加谨慎，对于市场利率波动的容忍度有望加大，相应的利率中枢将适度抬升。考虑到当前经济已经向常态化回归，意味着央行在流动性层面对于实体经济的支持有望边际收敛，在投资回报率提升的情况下，资金需求上升带来的融资成本的适度上行也较为合理。

报告中提及的几个线索可以验证以上判断：

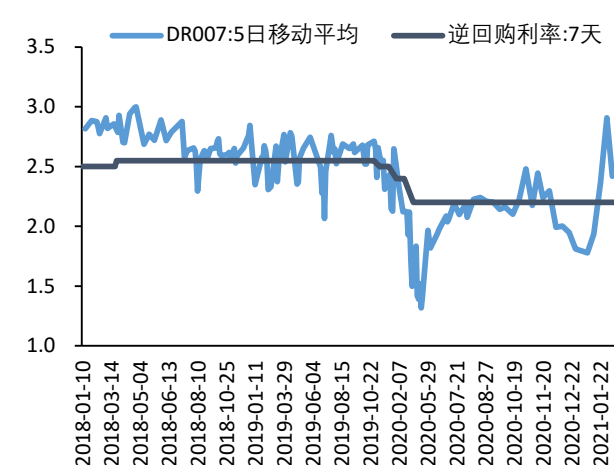
一是，将三季度报告中的“支持经济向潜在产出回归”改为“将经济保持在潜在产出附近”；

二是，将三季度报告中的引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率“平稳运行”改为“波动”；

三是，强调短期利率走势判断取决于7天逆回购操作利率，不应过度关注公开市场的操作数量。市场利率观察主要看DR007表现以及其在一段时间内的均值；

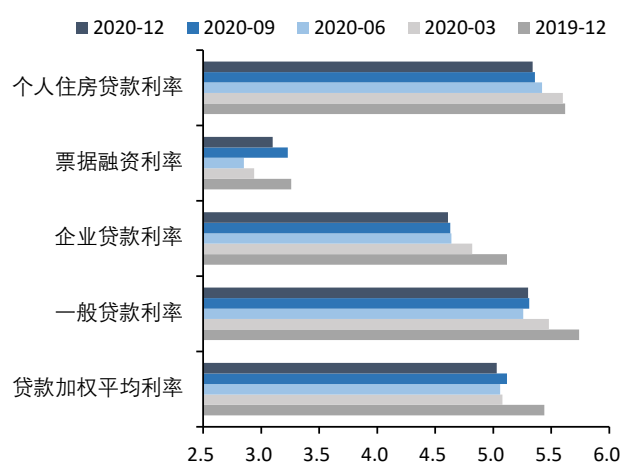
四是，将三季度报告中的“继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动社会融资成本明显下降”改为“巩固贷款实际利率下降成果，促进企业综合融资成本稳中有降。四季度，一般贷款利率、企业贷款利率降幅趋缓，仅较上季度环比回落1BP、2BP，1月以来部分地区房贷利率已经出现上涨，考虑到1月下旬以来信贷额度调控趋严，未来贷款利率可能出现企稳回升的状态。

图 1：DR007 与 7 天逆回购利率



数据来源：东北证券，Wind

图 2：金融机构贷款加权平均利率表现



数据来源：东北证券，Wind

4. 结构性货币政策重心调整，部分开启渐进式退出

2020 年实施的结构性货币政策包括再贷款、再贴现、两个直达实体的货币政策工具，意在加强政策稳企业保就业的作用，并且主要针对中小微企业发展。

首先，两个直达实体的货币政策工具已经明确延续到今年一季度末，根据 12 月的加权平均延期期限，2021 年的延期还本付息压力得到有效缓和。

而再贷款再贴现的政策面临到期不续或少续的问题，同时政策目标范围也出现明显变化。其中，3000 亿元专项再贷款、5000 亿元再贷款再贴现于 2020 年 6 月末发放完毕。1 万亿元再贷款再贴现于 2020 年 12 月发放完毕。考虑到再贷款期限为 1 年，再贴现期限不超过 6 个月，那么相应的今年将陆续面临政策到期退出的问题，结合我们此前统计，到期高峰主要集中在三季度，上半年压力不大。

报告中明确指出，“继续运用普惠性再贷款、再贴现政策，加大对**科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持**”，而三季度报告则为“保持再贷款、再贴现政策稳定性，对**涉农、小微企业、民营企业**和**受疫情影响较重行业**提供普惠性、持续性的资金支持”。随着经济向常态化回归，再贷款再贴现的功能也从此前的维稳经济转向经济结构调整的重点方向。

5. 存款管理加强带动存款产品利率下调

央行增设专栏《加强存款管理 维护存款市场竞争秩序》，意在强调**存款利率自律管理能够在存款基准利率保持不变的情况下，带动实际存款产品利率的相应下调。存款基准利率作为利率体系的“压舱石”，要长期保留。**存款管理包括三方面，一是 2019 年以来，督促整改不合规存款创新产品（实际利率水平明显超出同期限存款利率），去年底基本完成；二是将结构性存款保底收益率纳入自律管理。2020 年 12 月，结构性存款保底收益率为 1.25%，较上年同期下降 1.18 个百分点。同时，结构性存款基本完成压降目标，2020 年末结构性存款余额为 6.3 万亿元，较 2020 年 4 月的最高点 10.7 万亿元减少 4.4 万亿元。三是，加强对异地存款的管理。自今年一季度起，将地方法人银行异地存款情况纳入 MPA。

风险提示：海外疫情反复，宏观政策超预期。

分析师简介:

刘星辰: 上海财经大学数量金融硕士, 上海财经大学数学本科, 现任东北证券宏观组研究助理。第八届 Wind 金牌分析师宏观研究第二名团队成员。曾任职于首席经济学家论坛做宏观经济研究, 2020 年加入东北证券研究所。

沈新风: 东北证券首席宏观分析师, 上海财经大学经济学博士, 上海财经大学兼职硕士导师。第八届 Wind 金牌分析师宏观研究第二名。出版两部学术译著《内部流动性与外部流动性》(诺贝尔经济学奖得主梯若尔、霍姆斯特罗姆合著)和《行为经济学教程》。独立论文《内生家庭谈判力与婚姻匹配》发表于《经济学(季刊)》, 曾担任该刊匿名审稿人。多次在《中国证券报》、《经济参考报》、《金融市场研究》等主流金融媒体发表评论文章, 观点常被国内外主流媒体引用。华尔街见闻、陆想汇、今日头条等媒体专栏作者。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。

投资评级中所涉及的市场基准:

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_18115

