

宏观研究报告

证券分析师

钟正生

投资咨询资格编号:S1060520090001
电话
邮箱
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号:S1060120100009
电话
邮箱 zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



“不急”与“转弯”之间的小心平衡

——2020年四季度中国货币政策执行报告点评

平安观点：

2021年2月8日，央行发布2020年四季度货币政策执行报告。本次报告延续了中央经济工作会议“不急转弯”的基调，但是对货币政策当前的“不急”与可能来的“转弯”做了若干铺垫，也针对近期市场关心的央行公开市场保守操作进行了预期引导。

- 1、对经济持短期乐观、长期谨慎的看法。这其实映射了对当前中国经济形势的一致预期：即年初中国经济在同比意义上走高而环比意义上趋弱（高同比、低环比）以及经济数据的同比高企而通胀数据的同比受抑（高增长、低通胀）现象。有鉴于此，报告提出“保持好正常货币政策空间的可持续性”，实际上就是货币政策正常化的含义。
- 2、关注“大国货币政策的溢出效应”。2020年资本大量流入中国资本市场，导致人民币汇率大幅升值。但成也萧何，却不能因萧何而败。需要防范“主要经济体央行宽松货币政策将可能退出，届时资本流动方向也可能出现变化”的风险。
- 3、如何把握货币政策的价？对近期流动性环境的变化可以理解为“边际收紧”，也就是报告所指出的“根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点”。我们认为，2021年这种灵活调整和流动性结构性偏紧的特征会持续体现，当然，OMO和MLF利率是货币政策的价格锚，而价格又是相对数量来说更重要的、更能显示央行政策基调的信号，央行调整前自然会慎之又慎。
- 4、如何把握货币政策的量？在信用总量收敛的同时，本次报告重点强调了：1）结构性。2）严监管。在银行纷纷发力消费金融的情况下，居民短期贷款已经成为央行的新关注点。3）对于如何“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”，“保持银行负债端成本稳定”成为新重点。
- 我们认为，2021年一季度处于（预想中的）货币政策转弯的过渡期。由于国内经济数据相对真空、海外疫情发展尚需观察、全国两会即将召开，货币政策“稳字当头”实为占优选择。资本市场对货币宽松的预期需要降低（可能已经降低）。尤其是今年二季度，一旦出现中国经济动能增强、海外经济共振复苏的扎实信号，货币政策可能会出现更加明显的“转弯”。当然，我们一直认为，2021年中国的货币政策会更加调试（accommodative），央行会因应中国经济动能的消涨、通胀演化的起伏而“精准”施策，任何直线的、机械的、单维的推演均可能“过犹不及”。

2021年2月8日，央行发布2020年四季度货币政策执行报告。本次报告延续了中央经济工作会议“不急转弯”的基调，但对货币政策当前的“不急”和未来的“转弯”做了若干铺垫，也针对近期市场关心的央行公开市场保守操作进行了预期引导。以下几个方面值得关注：

- 1、对中国经济持短期乐观、长期谨慎的看法。报告认为，当前中国经济向常态回归，内生动能逐步增强，宏观形势总体向好，且金融体系“具备化解各类风险的能力”。风险主要在于疫情和海外，而海外所关注的主要是偏中长期问题，宏观政策可持续性、金融市场风险、贸易保护和地缘政治风险均在其列，疫情对全球经济“可能存在长期伤痕效应”亦不得不察。这其实映射了对当前中国经济形势的一致预期：即年初中国经济在同比意义上走高而环比意义上趋弱（高同比、低环比）、以及经济数据的同比高企而通胀数据的同比受抑（高增长、低通胀）现象。有鉴于此，报告提出“保持好正常货币政策空间的可持续性”，实际上就是货币政策正常化的含义。
- 2、关注“大国货币政策的溢出效应”（专栏3）。这指的是海外货币宽松对中国跨境资本流动的影响。2020年资本大量流入中国资本市场，导致人民币汇率大幅升值。但成也萧何，却不能因萧何而败。报告指出，需要防范“主要经济体央行宽松货币政策将可能退出，届时资本流动方向也可能出现变化”的风险。报告还指出“发挥市场供求在汇率形成中的决定性作用”，因而需要对2021年人民币汇率的宽幅波动有所准备。同时，在货币政策正常化的节奏上，可能受到主要央行政策边际变化的影响。2016-2019年，中国人民银行与美联储的利率行动就保持了较为一致的步调。
- 3、如何把握货币政策的价？这可从“完善央行政策利率体系”中一窥端倪。报告指出，完善以公开市场操作利率为短期政策利率、以中期借贷便利利率为中期政策利率的央行政策利率体系，引导市场利率围绕央行政策利率中枢波动。针对近期市场对央行收紧流动性的讨论，报告明确了两点：一是，判断短期利率走势要看7天逆回购操作利率是否发生变化，而不是公开市场操作的数量；二是，观察市场利率时要看DR007的一段时期均值，而不应过度解读个别机构（其实就是非银机构）或短期因素扰动的时点值。

我们认为，可以据此审视当前的流动性环境：1) 尽管春节前央行公开市场操作放量并不明显，但政策利率没有发生变化。价的信号要比量的信号更值得关注。2) 2020年6月以来，DR007基本也是围绕政策利率波动的。这可能就是央行所指的一段时期均值的概念。3) 但2020年12月到2021年1月上旬，DR007中枢水平显著低于政策利率；2021年1月中下旬以来，其中枢水平显著高于政策利率，流动性从宽松到收敛的变化是切实存在的。这主要因为，去年末“永煤事件”和表外贷款集中压降带来冲击，央行因而采取对冲措施；随着上述冲击因素消退，央行转而着眼资产价格泡沫，反向纠正市场预期（从中央经济工作会议前“过紧”，到中央经济工作会议后“过松”，预期从一个极端到另一个极端的摇摆显非央行所愿）。因此，对近期流动性环境的变化可以理解为“边际收紧”，也就是报告所指出的“根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点”。我们认为，2021年这种灵活调整和流动性结构性偏紧的特征会持续体现。当然，OMO和MLF利率是货币政策的价格锚，而价格又是相对数量来说更重要的、更能显示央行政策基调的信号，央行调整前自然会慎之又慎。

- 4、如何把握货币政策的量？这可从（高基数基础上的）“偏紧信用”中一探究竟。报告对货币政策量的指引，延续了社融和M2与名义GDP相匹配、宏观杠杆率基本稳定的提法。这里需要注意的是，日前孙国峰司长在中国金融的文章《2020年货币政策回顾与2021年展望》，其中特别进行了这样的预期引导：“在经济低基数效应下，2021年特别是第一季度的经济数据同比增速比较高。而2020年货币政策发力较早，因此第一季度可能出现高基数基础上的金融数据同比增速回落与低基数基础上的经济数据同比增速走高的背离”。而“经济高增、货币少增”的组合，对应一季度中国宏观杠杆率或将更明显回落（据社科院数据，2020年四季度由于GDP增速上行，中国的宏观杠杆率就已回落1.1个百分点）。

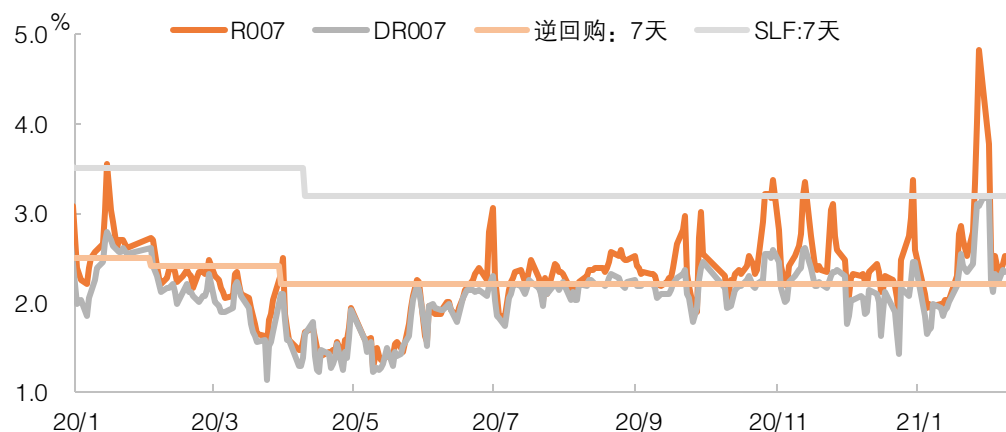
值得注意的是，在信用总量收敛的同时，本次报告重点强调：**1) 结构性**。对两项直达实体的货币政策工具延期（其背景是2020年两项工具额度没有用足，普惠小微企业贷款延期支持工具提供资金87亿元/400亿元，普惠小微企业信用贷款支持计划提供资金1700亿元/4000亿元），引导金融机构加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持。特辟专栏2“发展绿色金融推动实现碳达峰和碳中和目标”，反映出绿色金融的较高优先级。**2) 严监管**。除了已出台的房地产贷款的宏观审慎措施外，本次报告特别在专栏4讨论了“合理评估居民部门债务风险”的问题。虽然“我国大约有20%的居民债务与经营性活动相关，剔除后我国居民杠杆率在国际上处于合理水平”，但“2020年以来，部分银行信用卡、消费贷不良率已显现上升苗头”，“不宜靠发展消费金融来扩大消费”。这意味着在银行纷纷发力消费金融的情况下，居民短期贷款已经成为央行的新关注点。

此外，对于如何“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”，“保持银行负债端成本稳定”成为新重点。报告专栏1“加强存款管理，维护存款市场竞争秩序”，介绍了2020年以来央行督促整改不规范存款创新产品、将结构性存款保底收益率纳入自律管理、加强对异地存款的管理，通过这些监管举措稳定银行负债端成本。

我们认为，2021年一季度处于（预想中的）货币政策转弯的过渡期。由于国内经济数据相对真空、海外疫情发展尚需观察、全国两会即将召开，货币政策“稳字当头”实为占优选择。“稳”就体现在：政策利率不变（一举消除市场对央行加息的诚惶诚恐）、流动性结构性偏紧（一举逆转市场“不急转弯就是不转弯”的过度期许）、高基数基础上的信用紧缩（央行希望市场能够正确看待数据上的收缩并非金融支持经济实际程度上的收缩），以及结构性货币政策工具和严监管的延续（新常态下的有保有压仍然必需）。由此，今年初中国的宏观杠杆率或将出现明显回落，也许这就是跨周期平抑宏观杠杆率，为未来经济金融的“行稳致远”有序蓄力的真谛。

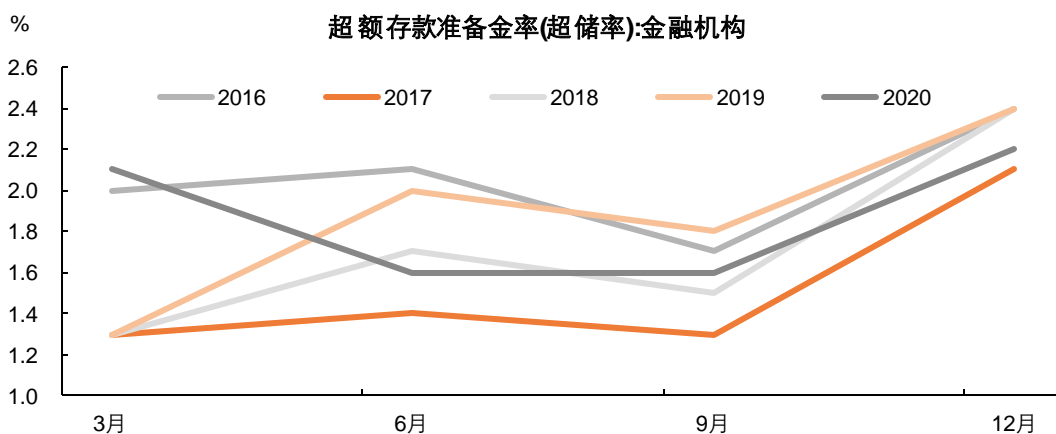
资本市场对货币宽松的预期需要降低（可能已经降低）。尤其是，今年二季度，一旦出现中国经济动能增强、海外经济共振复苏的扎实信号，货币政策可能会出现更加明显的“转弯”。当然，我们认为，2021年中国的货币政策会更加调试（accommodative），央行会因应中国经济动能的消涨、通胀演化的起伏而“精准”施策，任何直线的、机械的、单维的推演均可能“过犹不及”。

图表1 2020年12月DR007中枢下移，2021年1月中下旬开始转为显著高于政策利率



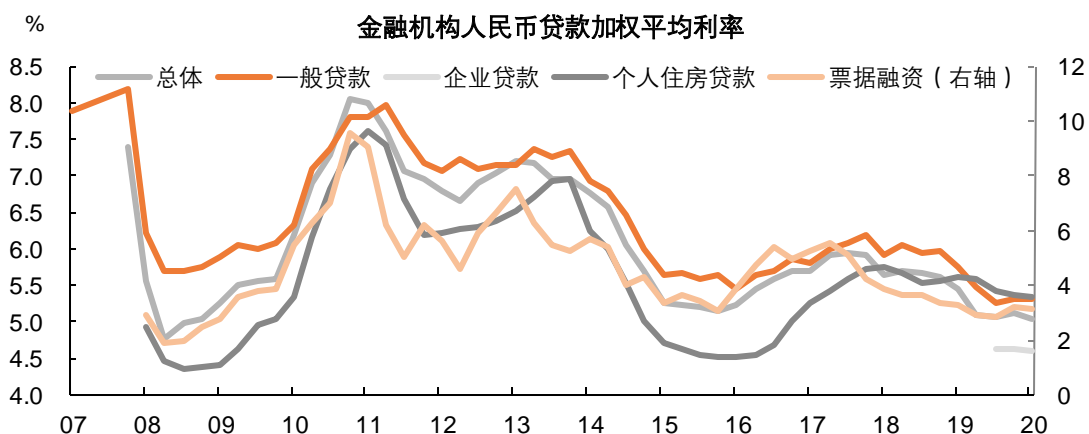
资料来源：wind, 平安证券研究所

图表2 2020年四季度金融机构超储率仍然显著偏低



资料来源: wind,平安证券研究所

图表3 2020年四季度各项贷款利率稳中有降



资料来源: wind,平安证券研究所

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_18129



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn