

日期：2021年02月09日



分析师： 陈彦利
 Tel: 021-53686170
 E-mail: chenyanli@shzq.com
 SAC 证书编号: S0870517070002

报告编号:

相关报告:

稳字当头 不急转弯

——2020年四季度货币政策报告解读

■ 主要观点：

央行认为经济向常态回归，内生动力逐步增强，宏观形势总体向好。预期较为乐观，经济的常态回归也为政策的常态回归奠定了基础。

对于下一阶段的政策思路，央行认为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。较三季度报告中更加强调了稳字当头，不急转弯，也延续了中央经济工作会议的论调，要保持对于经济恢复的必要支持力度，但同时出于防风险以及可持续性要求，再宽松空间不大。把好货币供给总闸门，将经济保持在潜在产出附近，而三季度报告为“支持经济向潜在产出回归”。表述的变化反映出四季度经济已回升至潜在产出附近，未来的目标是保持，而非进一步刺激。发挥好结构性货币政策工具的精准滴灌作用。结构性政策将会是未来主要的政策手段，要加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持。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（三季度为“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”），与四季度例会的要求相一致，表明央行对于当前降成本的效果满意，未来更加注重综合成本的稳中有降，而非单纯依赖货币手段。

整体来看，此次货币政策报告透露了最重要的信息就是以稳为主，也就是说政策再加码可能性不大，而政策急转弯收紧也不可取。尤其在流动性方面，央行也在苦口婆心地安抚市场情绪，认为不应过度关注公开市场操作量的变化。文中虽未明确提到政策退出问题，但经济回归常态也为政策回归常态奠定了基础。央行的表态也说明了未来在政策正常化进程中，保持相对谨慎和平稳的节奏，保持宏观杠杆率的基本稳定。

事件：2020 年四季度货币政策报告发布

2021 年 2 月 8 日，央行发布了四季度货币政策执行报告。

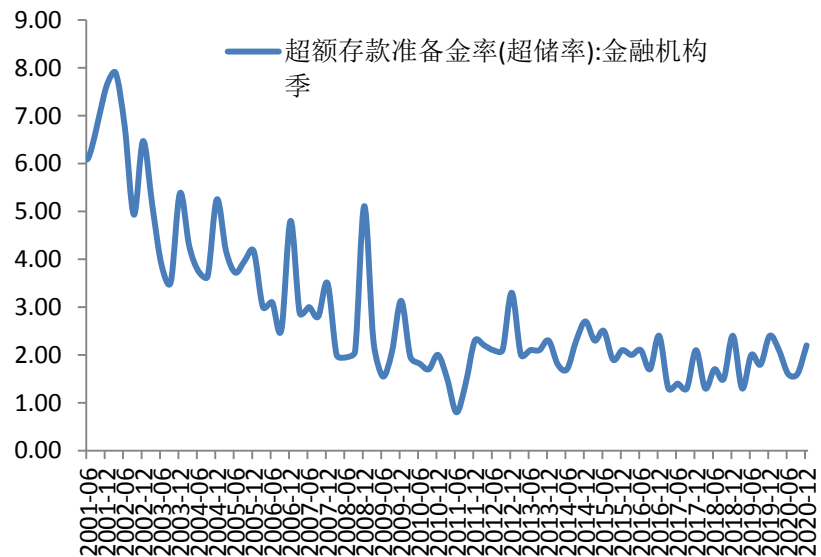
事件解析：

正文中分为 5 大部分，包括：货币信贷状况、货币政策操作、金融市场运行、宏观经济形势、货币政策趋势以及 4 个专栏，全方位概括了全年的货币政策执行情况以及下一阶段的操作思路，要点如下：

1. 流动性合理充裕

央行根据疫情防控以及经济社会阶段恢复性特点，及时调整政策力度和节奏，保持流动性总量与市场需求相匹配。具体来看，既保障了疫情突发阶段维护金融体系正常运行和支持“保供”、复工复产的应急性流动性需求，又根据经济社会发展恢复进程及时把握好流动性支持力度，逐步将流动性总量恢复到正常合理水平。另外还加强了预期管理，引导市场利率围绕政策利率波动。由于市场预期平稳使得金融机构对流动性的预防性需求减少，2020 年末金融机构超额准备金率为 2.2%，比上年末低 0.3 个百分点，但较 9 月回升 0.6 个百分点。

图 1：超储率 (%)



数据来源：wind，上海证券研究所

2. 贷款利率显著下降

贷款加权平均利率为 5.03%，同比下降 0.41 个百分点，创有统计以来新低。其中，一般贷款加权平均利率为 5.30%，同比下降 0.44 个百分点。企业贷款加权平均利率为 4.61%，同比下

降 0.51 个百分点，超过同期降幅，连续两个月创有统计以来新低。LPR 改革引导贷款利率下行的效果显著。9 月贷款利率的短时上升或主要与票据融资利率上升有关，贷款利率下行趋势不变。

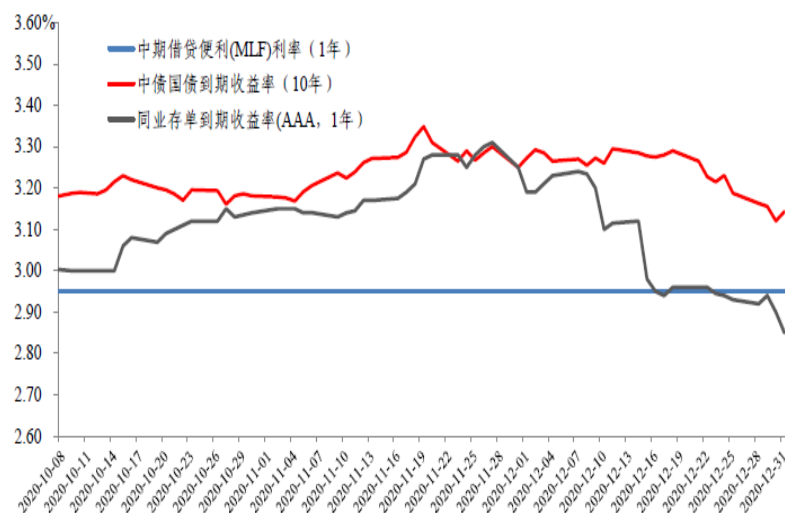
3. 专栏一：加强存款管理

专栏一中央行讨论了维护存款市场竞争秩序，有利于保持金融机构负债成本合理稳定，促进降低社会融资成本。由此央行针对当前的一些存款创新产品、结构性存款以及异地存款加强了管理。央行强调要维护存款市场的有序竞争，保持银行负债端成本稳定。而存款基准利率作为利率体系的“压舱石”，要长期保留。2015 年央行已放开了存款利率浮动上限，而 LPR 的改革也推动了存款利率的下行。但此次央行再次明确了存款基准利率的压舱石作用，也是为了避免市场化进程中银行间的非理性竞争，也有助稳定银行负债端成本。

4. 引导市场利率围绕政策利率波动

在三季度报告中，央行提到的是要引导市场利率围绕政策利率平稳运行，而此次则采用了围绕政策利率波动的描述，体现出了央行对于市场利率波动加大的容忍性在提高。在央行的操作下，短期利率围绕 7 天逆回购利率合理波动，而 MLF 作为中期政策利率对国债利率以及同业存单利率的引导效果增强。

图 2：同业存单以及国债利率向 MLF 利率靠拢（%）

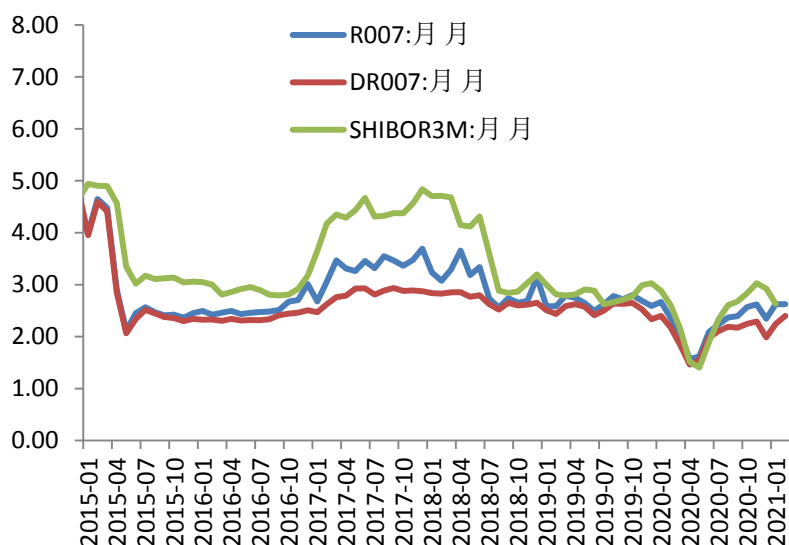


数据来源：央行四季度货币政策报告，上海证券研究所

另外央行还强调判断短期政策利率走势还是要以政策利率为主，也就是公开市场操作 7 天逆回购利率是否发生变化，而不应过度关注公开市场操作量。公开市场操作量会根据财政、现金等临时性因素和市场需求灵活调整，并不能完全反映市场利率走势，也不代表央

行政策利率变化。其次应该关注主要利率指标（DR007）的加权平均利率水平，以及 DR007 在一段时期的平均值，而不是个别机构的成交利率或受短期因素扰动的时点值。央行的这一段似乎是回应了节前操作规模不及预期，尤其是 1 月底资金的异常紧张引发政策转向担忧。而根据央行的说法，DR007 在经历了短时回升后，再次回到了政策利率附近，且政策利率维持不变，市场利率虽有回升，但仍以稳为主。

图 3：市场利率水平（%）

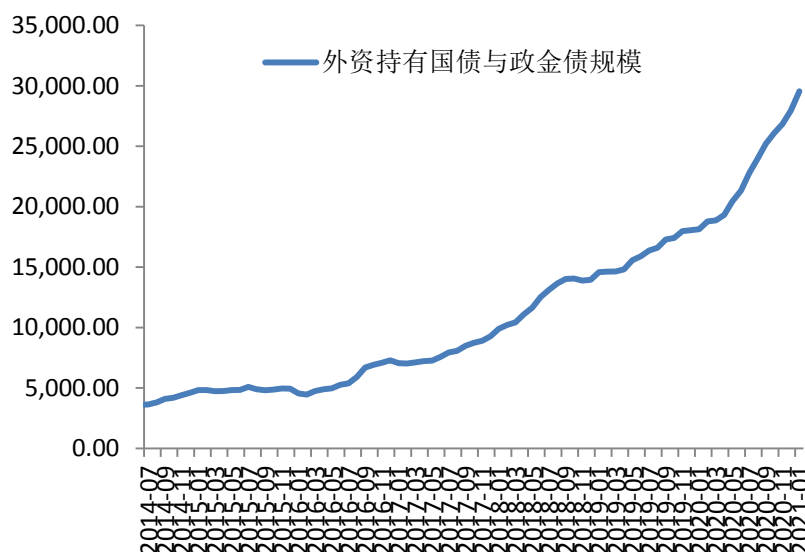


数据来源：wind，上海证券研究所

5. 专栏三：货币政策溢出效应

央行在专栏三种讨论了货币政策溢出效应。为应对疫情，主要经济体央行出台大规模货币刺激措施，全球流动性极为宽裕。对于我国而言，境外宽松货币政策溢出效应主要体现在外资加速流入我国债券市场。而未来随着疫情得到控制，经济复苏，宽松政策届时可能退出，资本流向发生变化或对我国市场稳定产生一定风险，需要防范。而我国坚持正常货币政策，把握好了稳增长与防风险的长期均衡，并且经济实现了正增长，有利于带动全球经济复苏，实现正向溢出。

图 4：外资加速流入债券市场（亿元）



数据来源：wind，上海证券研究所

6. 疫情仍然是影响 2021 年全球经济走势的最大不确定因素

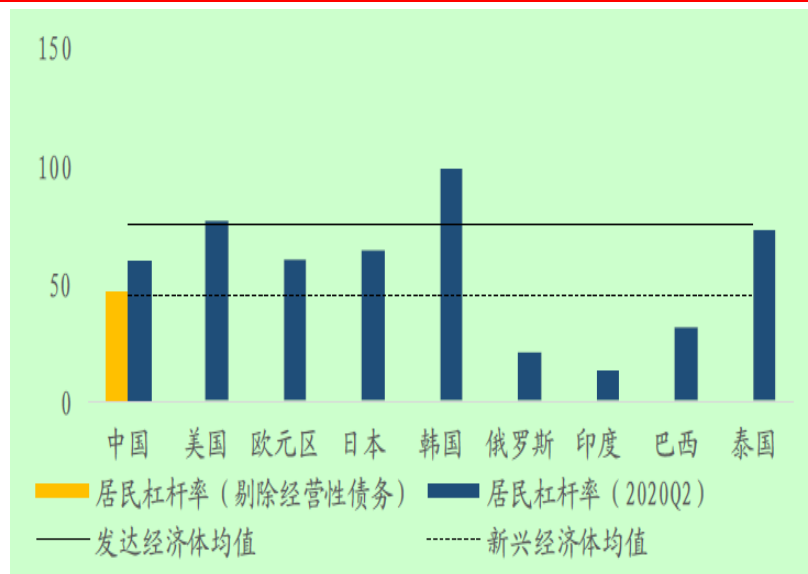
对于世界经济形势，央行认为疫情仍然是影响 2021 年全球经济走势的最大不确定因素，无论是病毒的变异、疫苗有效性、副作用和民众接种意愿均存在不确定性，可能会扰动经济复苏进程。疫情长期延续还可能导致产业链、供应链以及国际贸易投资格局发生调整，进而对全球劳动生产率、通货膨胀等产生深远影响。

其余央行还提到了发达国家长期宽松，边际效用递减，资产泡沫和债务的问题，也就是政策可持续性面临挑战。金融市场风险持续积累、贸易保护问题、地缘政治风险也有提到。

7. 专栏四：居民债务风险可控，但空间已不大

央行特别讨论了居民债务风险问题，认为我国居民杠杆率上升主要源自房贷、消费贷、信用卡透支增长。根据 2020 年上半年末，BIS 口径的我国居民杠杆率为 59.1%，已接近欧元区和日本；但由于我国居民债务包含了部分经营性债务，而此类债务具有自偿性，类似企业债务，如剔除这类债务，同期居民杠杆率降至 46% 左右，在国际上仍处合理水平。

图 5：居民债务率（%）



数据来源：央行四季度货币政策报告，BIS

整体来看，我国目前居民债务风险可控，但宏观空间已不大，要高度警惕居民杠杆率过快上升的透支效应和潜在风险。因此，坚持扩大内需这个战略基点，激发国内消费潜力，但不宜靠发展消费金融来扩大消费，要更多从促进就业、完善社保、优化收入结构、改善消费环境等方面发力，增强消费对经济高质量发展的基础性作用。

8. 经济展望：常态回归

对于国内经济展望，央行认为经济向常态回归，内生动力逐步增强，宏观形势总体向好。预期较为乐观，经济的常态回归也为政策的常态回归奠定了基础。但也提到了国际经济金融形势仍然复杂严峻，国内外疫情存在诸多不确定性，国内经济恢复基础尚不牢固。国内疫情多发，对消费恢复带来不确定；宏观杠杆率阶段上升、不良贷款上升等信用风险滞后显现，与三季度报告中提到的风险点基本相同。

9. 物价形势：运行在合理区间

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_18133



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn