

央行“紧货币”三问

■ 核心摘要

岁末年初，银行间流动性经历了从超预期宽松到超预期收紧的“过山车”，资本市场对货币政策取向的把握似乎愈显迷茫。本文依次梳理三个问题：近期流动性为什么紧，央行紧货币的触发因素是什么，如何把握 2021 年货币政策的调适特征？

1、近期流动性为什么骤然趋紧？直接原因自然是央行流动性投放的减少。临近春节又叠加月末时点，央行不仅公开市场操作净回笼，而且还没有推出应对跨春节的货币政策工具，无疑有很强的收紧流动性之效。从前几年辅助跨春节的货币政策工具推出的时点来看，央行在 2 月 1-4 日推出货币政策工具的可能性极大。考虑到今年“就地过节”，居民春节前取现需求将弱于以往，采取强度较大的 CRA 工具不太必要，TMLF 作为变相降息安排，在当前已经意义不大且已在 2020 年 4 月之后退出，我们认为今年可能以类似 TLF 的工具辅助跨年。

2、央行紧货币的触发因素是什么？1) 马骏博士所提“资产价格泡沫”的问题凸显。包括一线城市房地产销售再火爆；2020 年 11 月以来，资本市场表现为股、债、商、汇同步走强。2) 2021 年 1 月永煤违约事件的影响有明显缓解，结构性存款压降、信托规模压降等监管要求也告一段落。3) 中国经济受疫情影响较小，2021 年有很大可能性收复疫情所造成的损失。在此情况下，需要回顾思考 2020 年宏观杠杆率 25 个百分点攀升的问题。4) 全球经济愈发适应与疫情共生，随着新冠疫苗接种逐步推进，经济下行风险已经明显减弱。5) 中国今年“就地过年”的倡议，对一季度经济增长或可提供多一层的保障。

3、如何把握 2021 年货币政策的调适特征？我们认为，2021 年货币政策正常化，需要处理好以下四组关系。政策正常化可以理解为更加调适，而不是为紧而紧、为正常化而正常化。

1) 稳货币 vs 紧信用。2021 年 1 月以来，随着信用环境的缓和好转，央行重回流动性“结构性短缺”的操作框架，并有意纠正市场对宽松货币政策的幻想。这种货币与信用之间的牵制配合，或者形象描述为“跷跷板”关系，或将鲜明地贯穿于 2021 年。

2) 稳信用 vs 严监管。我们更倾向于今年实行这一货币政策和宏观审慎的组合。2021 年央行框定了银行房地产贷款占比上限。其好处在于，银行如果要增加房地产贷款则必须同步扩张制造业或消费贷款；问题在于，实体经济能不能提供较强的贷款需求？近期多组数据表明，贷款需求已经有见顶迹象。特别是，在近期流动性收紧的情况下，我们很快就看到了信用债取消、或推迟发行量大幅攀升。因此，在严监管的背景下，信贷政策还是需要保持积极的取向。

3) 偏紧财政 vs 调适货币。从 2014 年之后，中国财政支出和社融就保持着“此消彼长”的关系。到 2020 年，地方债从 2015 年的 1.2 万亿，短短 6 年时间已经扩张到超过 25 万亿，围绕地方债务率进入警戒区间、地方专项债使用不规范等问题，已经引起高层关注。2021 年，如果财政政策注定要有所退坡，那么货币政策就要相应调适一些，形成“稳货币（政策）+偏紧财政（政策）”的政策组合。

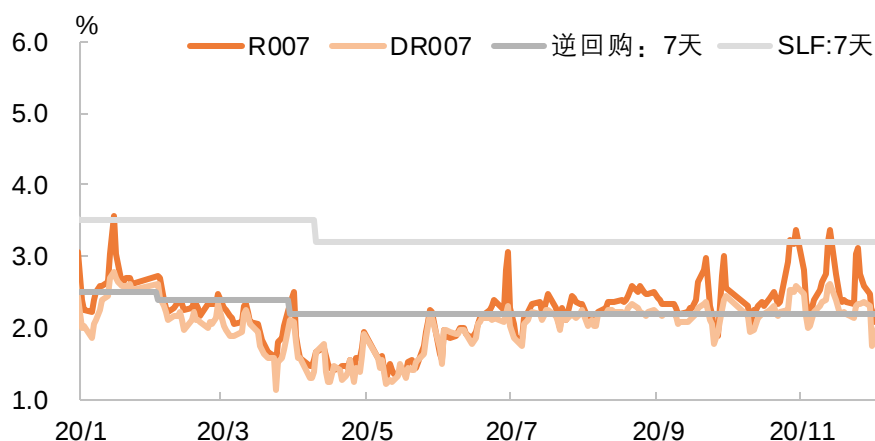
4) 考虑企业还本付息压力增大。简单测算表明，2021 年企业每年的利息偿付占中国 GDP 的比重已达 13.5%，占新增社融的比重高达 54.6%。2021 年还本付息会自然导致信用环境收缩，紧信用更加需要把握好力度，这也是全球央行所谓“覆水难收”的关键原因之一。

岁末年初，银行间流动性经历了从超预期宽松到超预期收紧的“过山车”，资本市场对货币政策取向的把握似乎愈显迷茫。本文依次梳理三个问题：近期流动性为什么紧，央行紧货币的触发因素是什么，如何把握 2021 年货币政策的调适特征。

一、近期流动性为什么骤然趋紧？

本次流动性收紧从 2021 年 1 月 18 日开始，R007 开始上穿 7 天逆回购利率，并从 1 月 26 日开始加速蹿升，到 1 月 28 日 R007 创下 4.83% 的 2019 年以来新高。流动性从 2020 年 12 月的超预期宽松，转向如今超预期收紧，这种极端的表现在给资本市场带来较强冲击，市场从股债双牛转为股债双杀。

图表1 2020 年 12 月以来，银行间流动性从“极松”到“极紧”



资料来源：wind, 平安证券研究所

流动性之所以出现如此转向，直接原因是央行流动性投放的减少。央行从 1 月 18 日开始公开市场“地量”操作，逆回购量从 50 亿再降到 20 亿。1 月 20、21 日央行重新加大公开市场操作，在公告中明确指出是“为对冲税期高峰等因素的影响”。1 月 22 日重新回到 20 亿逆回购操作，并指出“税期高峰已过”。1 月 27 日，税期高峰所投放的逆回购到期，央行缩量操作投放流动性，并指出这是由于“临近月末财政支出大幅增加”。月末时点，央行公开市场操作净回笼，且 1 月 15 日的 MLF 操作也是缩量续作（1 月有 3000 亿 MLF、2405 亿 TMLF 到期，共 5405 亿，央行操作 5000 亿），从而触发了流动性收紧。

图表2 近期央行公开市场操作及公告表述

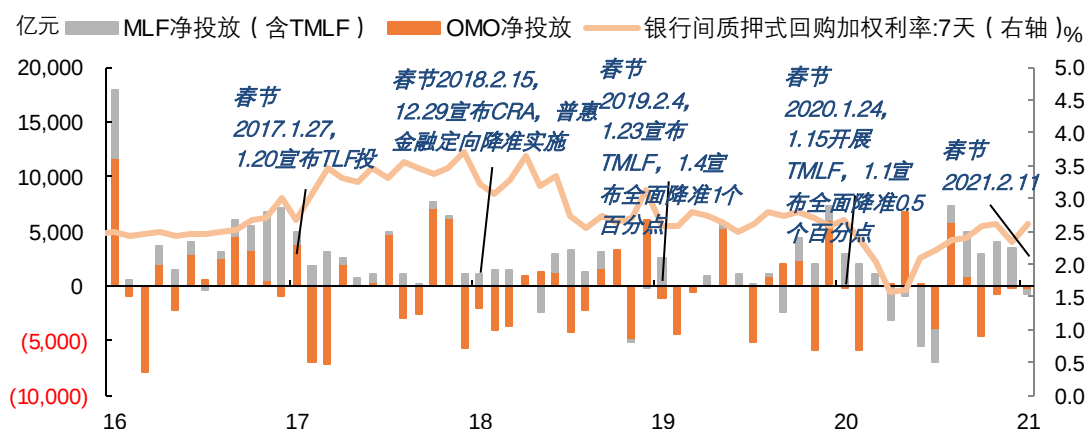
	7 天逆回购操作	逆回购到期量	央行表述
2021-01-18	20	50	
2021-01-19	800	50	
2021-01-20	2,800	20	为对冲税期高峰等因素的影响
2021-01-21	2,500	20	为对冲税期高峰等因素的影响
2021-01-22	20	20	税期高峰已过
2021-01-25	20	20	
2021-01-26	20	800	
2021-01-27	1,800	2,800	临近月末财政支出大幅增加
2021-01-28	1,000	2,500	临近月末财政支出大幅增加
2021-01-29	1,000	20	临近月末财政支出大幅增加

资料来源：wind, 平安证券研究所

流动性之所以没有达到“合理充裕”的目标，可能有部分原因是月末财政支出不及预期，但央行应能掌握财政存款投放的数据，所以应该不是主要原因。更重要的因素是，临近春节，央行不仅公开市场净投放减少，而且还没有推出应对跨春节的货币政策工具。回顾 2016 年以来的春节流动性投放：2016 年是 OMO+MLF 均大额放量，保证了流动性平稳过节。2017 年公开市场净投放不算大，但在春节前 7 天时推出了 TLF（临时流动性便利）创新工具，投放资金 6000 亿，使得流动性平稳过节。2018 年公开市场净回笼资金，但依靠力度更大的 CRA（临时准备金动用安排）创新工具，以及普惠金融定向降准落实，也保证了春节前后流动性宽松。2019 年在春节前 12 天时推出了 TMLF（定向中期借贷便利）创新工具，以及 1 个百分点的全面降准，保证了流动性平稳。2020 年开年全面降准 0.5 个百分点，并在春节前 9 天时开展 TMLF 操作，流动性虽出现阶段性紧张，但很快得到了缓解。2021 年市场一度期盼央行降准，但被央行直接否认，到目前尚未推出辅助春节的货币政策工具安排，在此月末时点公开市场净回笼资金，无疑有很强的收紧流动性之效。

从前几年辅助跨春节的货币政策工具推出的时点来看，央行在 2 月 1-4 日推出货币政策工具的可能性极大。考虑到今年“就地过节”，居民春节前取现需求或将弱于以往，采取强度较大的 CRA 工具不太必要，而 TMLF 作为变相降息安排，在当前已经意义不大且已在 2020 年 4 月之后退出，我们认为今年可能以类似 TLF 的工具辅助跨年。

图表3 今年尚未推出辅助跨年的货币政策工具，公开市场操作缩量有很强的紧缩效果



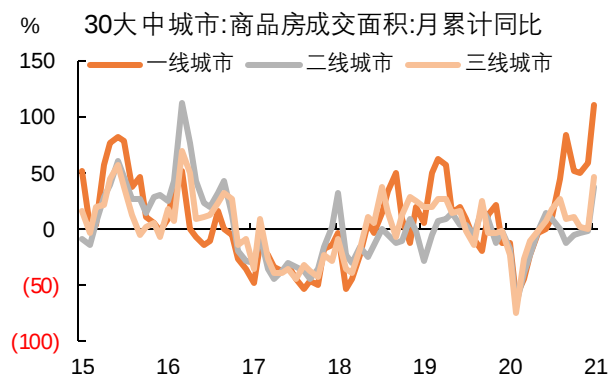
资料来源: wind, 平安证券研究所

二、央行紧货币的触发因素是什么？

央行在月末和春节前夕的时点上，减少流动性投放，且迟迟没有推出跨春节的政策工具，毋庸置疑，是意在向市场传递偏紧的货币政策信号。我们认为，其中有以下几个触发因素：

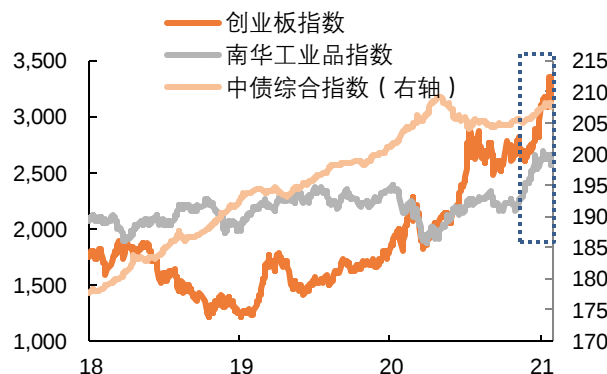
- 1、马骏博士所提“资产价格泡沫”的问题凸显。包括：1) 一线城市房地产销售再火爆。从 30 大中城市的高频数据来看，一线城市商品房成交 2020 年翘尾效应明显，且今年 1 月以来大中城市房地产销售增速均显著走高，尤其北、上、深楼市景气度已达到 2016 年房地产调控之后的新高。2) 2020 年 11 月以来，资本市场表现为股、债、商、汇同步走强。创业板指数开始接近 2015 年高点，爆款基金“出圈”；南华工业品指数逼近历史高点，PPI 已呈加速上行之势；债券市场在经济复苏的不利条件下也走出了一波“抢跑”行情；人民币汇率更是开年大升，突破 6.5 关口。大类资产同步上涨，无疑是货币宽松把它们统一在了上涨逻辑中。

图表4 2020年底以来，一线城市楼市热度快速上升



资料来源:wind, 平安证券研究所

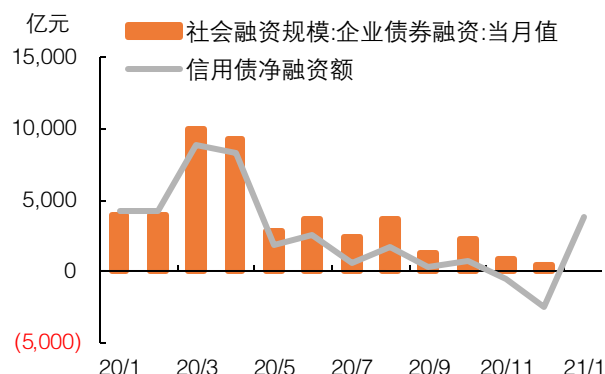
图表5 2020年末开始，股、债、商品均开启上涨



资料来源:wind, 平安证券研究所

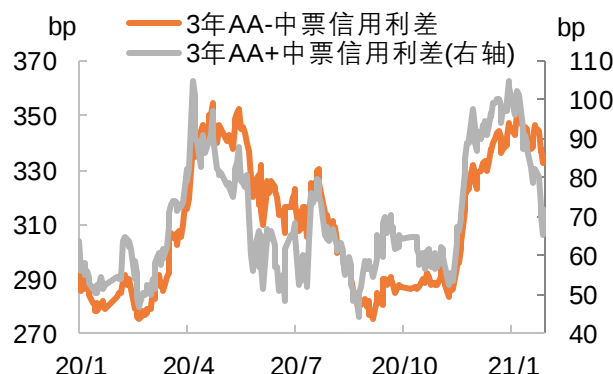
2、2021年1月永煤违约事件的影响有明显缓解，结构性存款压降、信托规模压降等监管要求也告一段落。2020年12月社融超预期低的原因是信用债融资规模进一步走低、信托贷款突击压降，而2021年1月以来，信用债净融资规模出现显著好转，中高等级信用利差也呈现快速回落。加之2020年的硬性监管指标已经完成，金融机构寻求“开门红”，资金融出热情也较高。在此情况下，释放偏紧信号不易对实体经济形成明显的衍生冲击。

图表6 2021年1月信用债融资出现显著恢复



资料来源:wind, 平安证券研究所

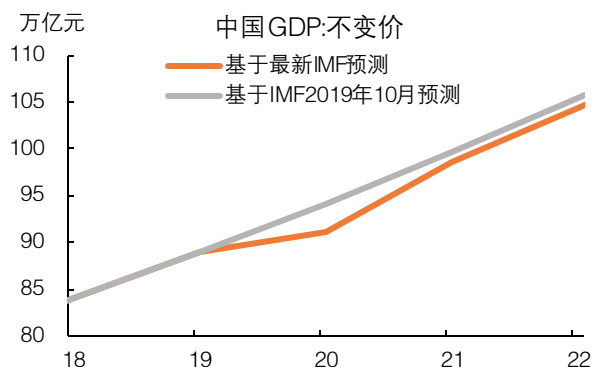
图表7 信用利差也在向永煤事件之前修复



资料来源:wind, 平安证券研究所

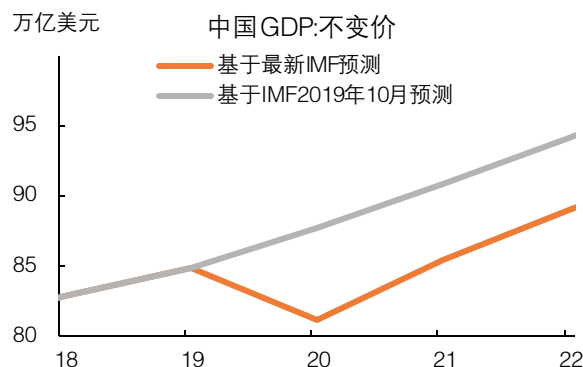
3、中国经济受新冠疫情影响较小，2021年有很大可能性收复疫情所造成的损失，在此情况下，需要回顾思考2020年宏观杠杆率25个百分点攀升的问题。我们以IMF在2019年10月的全球经济展望，作为没有疫情影响情况下全球经济本应达到的增长水平，以此为参照衡量新冠疫情所造成的经济损失。按照最新IMF的预测（2021年中国不变价GDP增长8.24%），中国到2021年就基本可以回到没有疫情冲击的路径中；但全球经济大为不同，不仅2020年所遭受损失巨大，而且在未来至少两年内都回不到没有疫情冲击的路径。这是中国“货币政策正常化”的最根本基础。2020年中国为应对疫情，宏观杠杆率以接近2009年的节奏快速攀升，前三季度已上升27.7个百分点，杠杆率超过270%；根据社科院预计，全年宏观杠杆率上升30个百分点左右。当疫情影响有望得到大部分修复时，释放一些稳杠杆信号是必须也可行的选项。

图表8 2021年中国经济可收复大部分疫情损失



资料来源:wind, 平安证券研究所

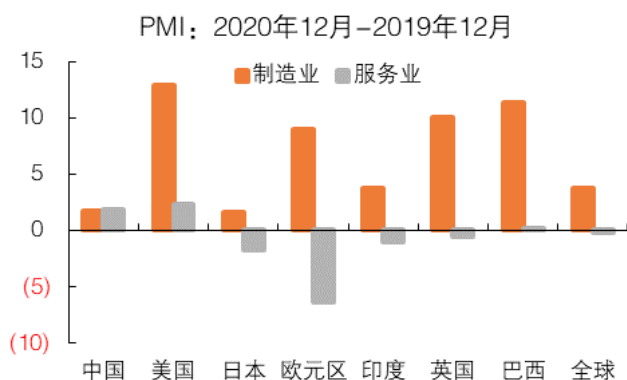
图表9 全球经济仍远回不到疫情冲击前应达的水平



资料来源:wind, 平安证券研究所

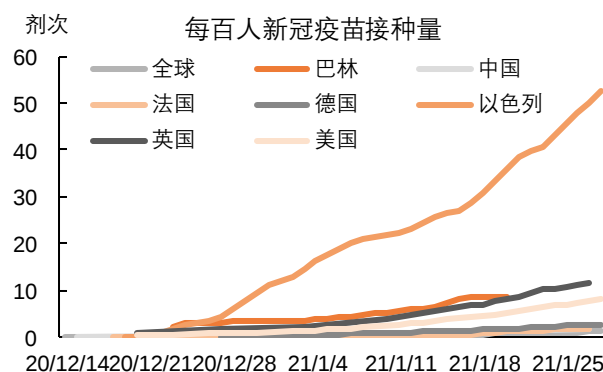
4、全球经济愈发适应与疫情共生，经济下行风险已经明显减弱。一方面，全球制造业已经适应与疫情共生，到2020年12月，主要国家制造业PMI均已显著超出2019年12月疫情之前的水平，全球制造业进入共振复苏阶段。疫情的影响基本局限在受社交隔离影响的服务业中，对经济的损伤已经大大减弱。另一方面，全球疫苗接种按部就班地进行，目前已经看到美国和全球新增确诊病例数显著下滑，全球日均确诊病例数从2021年1月初的74.3万人，下降到1月底的54.9万人；美国日均确诊病例数从1月初的25.8万人，下降到1月底的16万人。虽然病毒变异仍在带来不确定性，但疫情本身也确在向好的方向发展。

图表10 全球制造业已经适应与疫情共生



资料来源:wind, 平安证券研究所

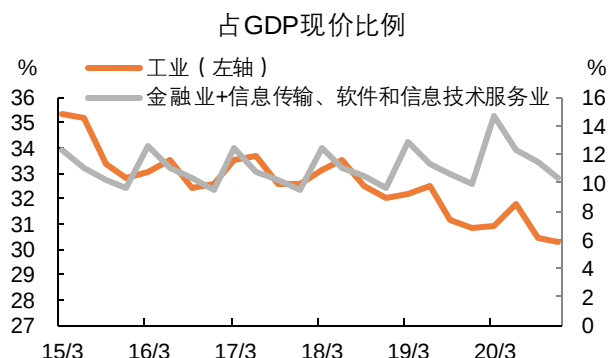
图表11 全球疫苗接种已在按部就班地进行



资料来源:wind, 平安证券研究所

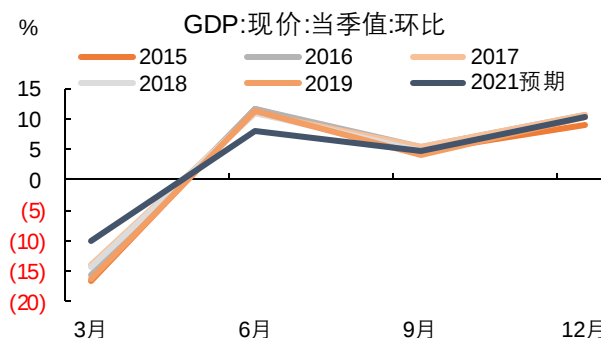
5、最后，中国今年“就地过年”的倡议，对一季度经济增长提供了多一层保障。我们逐一考察国家统计局给出的季度分行业GDP，发现只有金融业和信息技术行业在历年1季度是全年高点，其它行业（包括批发零售、住宿餐饮、交通运输这些直观受益于春节假期的行业）1季度均为全年低点。金融和IT行业不仅不会受到就地过年的影响，还有可能从中受益；工业作为GDP中占比超30%的最大影响因子，会较为确定地受益于就地过年，实现快速复工复产，这将使得工业生产在一、二季度之间平滑；而对消费减少的负面冲击还需要观察。一言以蔽之，传统春节期间由于生产停滞，对经济大多数部门都有负面影响，而就地过年能够减少生产停滞，对经济的影响很可能是正面的，或者至少没有市场预期的带来那么大的冲击。

图表12 一季度金融和IT对中国的贡献达到高点



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表13 一季度工业生产停滞是经济最大的影响变量



资料来源:wind, 平安证券研究所

三、 如何把握 2021 年货币政策的调适特征？

我们认为，2021 年货币政策正常化，需要处理好以下四组关系，政策正常化可以理解为更加调适，而不是为紧而紧、为正常化而正常化。

- 1、稳货币 vs 紧信用。**2020 年 12 月到 2021 年 1 月上旬，流动性超预期宽松的原因是，2020 年 12 月对非标、套利等行为的监管压力，以及信用违约事件的余波，给货币信用环境施加了压力，维护较宽松的流动性环境有“胡萝卜加大棒”的涵义。2021 年 1 月以来，随着上述信用环境的缓和好转，央行重回流动性“结构性短缺”的操作框架，并有意纠正市场对宽松货币政策的幻想。这种货币与信用之间的牵制配合，或者形象描述为“跷跷板”关系，或将鲜明地贯穿于 2021 年。
- 2、稳信用 vs 严监管。**我们更倾向于今年实行这一货币政策和宏观审慎的组合。2017 年以来，中国房地产贷款余额增速持续下行，2020 年 2 季度开始略低于各项贷款余额增速，意味着房地产贷款占比开始稳定下来，并趋于降低。此时，央行出台政策框定银行房地产贷款占比上限，希望稳住当前趋势，而避免造成监管冲击。好处在于，银行如果要增加房地产贷款则必须同步扩张制造业或消费贷款。问题在于，实体经济能不能提供较强的贷款需求？从 2020 年 4 季度贷款需求指数来看，只有大型企业的季调指数还在上升；2020 年四季度中国实际 GDP 的季调环比已现回落；2021 年 1 月，在疫情影响服务业 PMI 大幅回落的同时，中国制造业 PMI 也连续第二个月回落。这些都表明，贷款需求已经有见顶迹象。特别是，在近期流动性收紧的情况下，我们很快就看到了信用债取消或推迟发行量大幅攀升，侧面体现出实体经济对利率波动的敏感性。因此，在严监管的背景下，信贷政策还是需要保持积极的取向。

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_18327

