

大宗上涨暂不影响货币政策

——2021 年一季度货币政策执行报告解读

报告导读

2021 年 5 月 11 日，央行发布 2021 年一季度货币政策执行报告，值得关注的要点有：现代货币政策框架坚守价格稳定目标，中介目标内涵稳定宏观杠杆率；重申短端市场利率中枢为 2.2%；中国货币政策不受美债收益率上行影响；PPI 上行可以容忍，CPI 总体压力不大，大宗上涨暂不影响货币政策；新发放贷款加权利率小幅上行。总体看，我们不改变对货币政策的判断，当前货币政策以金融稳定为首要目标，采取稳健中性的政策基调，主要体现为信用收缩，即信贷、社融及 M2 增速的回落。但我们预计 2021 年四季度经济下行压力明显加大，使得货币政策首要目标切换至稳增长，触发政策基调转向稳健略宽松。今年前三季度政策保持“紧信用、稳货币”，四季度转为“稳信用、宽货币”，信用收缩下半年将渐入尾声。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

□ 一、现代货币政策框架坚守价格稳定目标，中介目标内涵稳定宏观杠杆率

央行通过报告专栏分析“健全现代货币政策框架”，对其内涵进行明确阐述。现代货币政策框架包括优化的货币政策目标、创新的货币政策工具和畅通的货币政策传导机制，对于最终目标，央行强调坚守币值稳定，“要保持物价稳定，关键要管好货币总闸门”，从 2020 年四季度“把好货币供应总闸门”到今年一季度“管好货币总闸门”，措辞是边际收紧的。对于中介目标，央行认为随着我国转向高质量发展阶段，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配的政策要求清晰明确地界定了货币政策框架的“锚”，央行再次提出“使 M2 和社会融资规模增速向反映潜在产出的名义经济增速靠拢”，此措辞隐含了稳定长期宏观杠杆率的意图，尤其是在社融与实体部门债务存在较稳定的关系的情况下。对于当前货币政策，从稳定宏观杠杆率的角度，货币政策以金融稳定为首要目标保持稳健中性，主要体现为信用收缩，预计今年信贷、社融及 M2 增速分别回落至 11%、10.9% 和 9%。

□ 二、重申短端市场利率中枢为 2.2%

一季度 DR007 总体走势保持稳定，流动性合理充裕，DR007 多数时间位于 2.2% 下方，央行再次强调“引导货币市场利率围绕央行政策利率波动”，重申短端市场利率 DR007 的波动中枢为 7 天逆回购利率 2.2%。我们认为未来仍有 DR007 阶段性高于 2.2% 的可能，重点关注使得 PPI 向 CPI 传导最通畅的变量即油价和反映债市杠杆的待回购债券余额数据，一旦两者飙升，央行可能边际收紧短端流动性，使得 DR007 波动幅度加大，阶段性上行至 2.2% 上方。央行再次强调“公开市场操作的重点在价不在量”，最能反映短端流动性的指标是 DR007，不是央行公开市场操作，我们继续提示 DR007 的重要性，同时，DR007 要看中枢，不能看高点，拉长时间看，一段时间的波动中枢更加体现政策意图，个别时点可能存在扰动因素。

□ 三、中国货币政策不受美债收益率上行影响

央行认为，美债收益率上行和未来美联储调整货币政策对我国的影响有限且可控。下一步，关键是把自己的事办好，即“以我为主”。我们认为我国货币政策将保持相对海外经济体的独立性，虽然随着美债收益率上行，中美利差将有收窄，但汇率加大双向波动，一定程度上有助于内部均衡和外部均衡的平衡。我国货币政策在疫情后率先回归正常化，央行强调“珍惜政策的货币政策空间”，我国货币政策调控仍将以国内矛盾为主。

□ 四、PPI 上行可以容忍，CPI 总体压力不大

央行认为，全球大宗商品价格上涨可能阶段性推升我国 PPI，但输入性通胀的风险总体可控，我国经济保持了总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩的基础。同时，央行认为对于年内 PPI 阶段性上行宜历史、客观地看待：一是这在相当程度上是“低基数”下的“高读数”，两年平均来看，预计 2020-2021 年 PPI 年均涨幅仍会处于合理区间。二是历史上看 PPI 指标本身波动就相对较大，总体看，我们认为央行层面对 PPI 上行的容忍度较高。而对于 CPI，央行预计今年 CPI 涨幅较为温和，受外部因素影响总体可控，将保持在合理区间运行，这验证了我们此前的判断，即 CPI 上行风险不大，此时物价稳定不会成为央行货币政策的首要考量，不会触发货币政策大幅收紧。

□ 五、新发放贷款加权利率小幅上行

3 月，贷款加权平均利率为 5.10%，相比 2020 年 12 月环比上行 7BP，其中，一般贷款加权平均利率持平于 5.3%，票据融资利率环比上行 42BP 至 3.52%，个人住房贷款利率环比上行 3BP 至 5.37%。贷款加权平均利率上行验证了我们此前的判断，即名义利率今年或有上行，数据上行属于宽松工具退出的自然结果而非央行加息，一方面，2020 年疫情后投放的低息贷款陆续到期，另一方面，当前货币政策首要目标由缺失切换至金融稳定，货币政策转向稳健中性，货币环境有所收敛将推高整体市场利率水平，进而向信贷利率传导。从利率债与贷款加权平均利率走势的领先滞后关系看，贷款加权平均利率的走势将是先升后降的圆弧形。值得注意的是，贷款加权平均利率为名义利率，其上行与国常会强调的实际利率下行并不冲突。

风险提示：经济基本面回升幅度加大，货币政策收紧超预期；信用违约事件集中爆发，引发信用收缩风险。

姒喊亭刘藤个

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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_19529

