

# 宏观点评

## 如何理解货币政策“稳”字当头？

事件：新华社1月8日电，央行行长易纲接受记者采访时表示：货币政策要“稳”字当头。

1. “稳”字当头呼应的是中央经济工作会议精神，预示2021年货币政策会保持连续性、稳定性和可持续性，不急转弯（“要转弯+不能急”）；再结合央行近期一系列表态和近一个月公开市场操作，均指向短期内货币收紧的力度和节奏将慢于此前市场预期。

>近期官方对货币政策的表态释放了偏鸽的信号：1.8易纲行长表示“2021年货币政策要‘稳’字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性”，12.18中央经济工作会议和12.25央行货币政策委员会四季度例会（后文称央行Q4货币例会）指出“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”（此前是“更加灵活适度、精准导向”），“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性，把握好政策时度效，保持对经济恢复的必要支持力度”，再结合中央经济工作会议“不急转弯”的表态，预示货币政策整体将维持稳健中性，收紧的力度和速度将慢于此前市场预期。

>央行近期表态和公开市场操作，事实上对流动性颇为呵护。1.8易纲行长答记者问和央行Q4货币例会都没有提及“把好供给总闸门”（10.21易纲行长讲话首提，11.26Q3央行货币政策执行报告延续总闸门，12.18中央经济工作会议，12.25央行Q4货币例会未提），但都延续了央行Q3货币例会、Q3货币政策执行报告“保持流动性合理充裕”的说法，表明当前央行有意呵护流动性，这在央行近1个月公开市场操作也可看出：1）11月30日起常规投放2000亿MLF；2）12月15日投放9500亿MLF，超额对冲当月到期的6000亿；3）12月21日-12月24日连续4天开展14天逆回购操作，合计投放跨年资金3500亿元。

>近期流动性加大投放，除了中央经济工作会议对政策基调有所“纠偏”外，现实原因主要有四：缓解永煤违约引发的连锁反应（信用收缩、流动性分层问题等）、对冲MLF集中到期、缓解跨年流动性紧张、缓解银行中长端资金压力。

2. “稳”字当头，预示短期升温和降准可能性都较低，而再基于“巩固贷款实际利率下降成果”和“进一步疏通LPR向贷款利率的传导渠道”的要求，短期加息也已不太可能，但LPR调降应还是可选项。具体操作上，央行更可能通过MLF等公开市场操作来调节市场流动性和利率水平，贷款投向上将更注重精准导向，既结构性紧（防止资金流入房地产和资金空转）、又结构性松（加大对制造业、绿色、中小微、科技、新经济等领域的支持）。

>从宏观环境看，当前不存在快速收紧或继续大幅宽松的基础。一方面，2021年中性情况下通胀不会很高，疫情和全球疫情仍存在不确定性，国内债务违约和不良贷款压力提升。另一方面，随着疫后经济修复，全球货币政策都逐步向中性回归，我国货币再大幅宽松必要性不大。

>贷款投向方面，货币政策将更注重精准导向。维持此前判断，在操作层面，更加注重精准滴灌，既要防止资金流入房地产和空转；又要加大对制造业、绿色、中小微企业、科技、新经济等领域的支持。一方面，房企三道红线、地产贷款集中度管理、“不要钱生钱”等制度和表述意味着将控制资金流入地产和在金融部门空转。另一方面，1.8易纲答记者问、央行Q4货币例会均提出“加大对科技创新、小微企业和绿色发展的金融支持”、“延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划”（1月4日央行等五部委发文将普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策均延期至2021年3月31日），央行Q4货币例会首提“围绕创新链和产业链打造资金链，形成金融、科技和产业良性循环和三角互动”、“以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求”，意味着在十四五和“双循环”背景下，货币政策将更注重对科技的支持。与中央经济工作会议相承接，央行Q4货币例会强调“以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系”，再结合12月9日易纲行长在新加坡金融科技节上指出未来央行将重点推进完善绿色金融标准、建立环境信息披露制度等工作，1.8易纲答记者问提出“发挥出金融支持绿色发展的三大功能”，货币政策也将向绿色金融、绿色贷款、低碳经济倾斜。

>LPR调降应还是可选项，2021年实际企业融资成本仍可能下降。1.8易纲行长答记者问指出“巩固贷款实际利率下降成果，进一步疏通LPR向贷款利率的传导渠道”，央行Q4货币例会提出“继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，巩固贷款实际利率水平下降成果，促进企业综合融资成本稳中有降”，与之对比，12.18中央经济工作会议未提融资成本，央行Q3货币例会和Q3货币政策报告均为“综合施策推动社会融资成本明显下降”。直观点，央行继续强调企业融资成本的下降，可能与Q3金融结构贷款利率上行有关。根据Q3货币政策报告，Q3金融机构人民币贷款加权平均利率、一般贷款利率、票据融资利率分别较Q2回升6BPs、5BPs、38BPs。

3. “稳”字当头，预示信用趋紧的节奏和力度会比较温和，稳杠杆也不会过快过猛，会避免引发“处置风险的风险”。1.8易纲行长答记者问、12.18中央经济工作会议和央行Q4货币例会，均提出“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，保持宏观杠杆率基本稳定”，意味着2021年在稳杠杆的要求下，信用将趋于收缩，但这个说法相较于10月以来易纲行长和Q3货币政策报告提到的“货币供应量和基于潜在产出的名义增速相匹配”略宽松，意味着信用收紧速度和力度可能低于此前市场预期，也预示着当前稳杠杆会把握好节奏与力度，会注重“防范增量风险”（12.11政治局会议提出：应是指防范“政策退出的风险和处置风险的风险”）。基于我们年度报告《重塑与重估—2021年宏观经济展望》的3种方法测算，2021年M2增速区间为8.1%-9.2%，信贷增速区间为11.6%-13%，社融增速区间为10.7%-11.6%。结合近期会议表态，最终结果可能更接近我们测算的上限。

4.对利率走势的看法：受央行近期偏鸽的带动，当前10年期国债收益率已从11月下旬的高点回落了接近15BP至3.15%左右；继续往后看，维持我们此前判断，我国利率债配置价值凸显，但趋势性下行的拐点可能尚未到来，应是经济基本面实质性转弱之际，第一次可能是2021年Q1环比转弱（1月19日公布的四季度GDP增速要密切关注，我们预计6.2%左右甚至更高），第二次可能是2021年二三季度（GDP增速将回到疫情前甚至更低）。短期看到春节前后，大概率是货币稳+信用紧，流动性也将保持充裕，再基于经济强、通胀起，利率可能以震荡为主。

5.密切关注4月份前后货币政策可能的边际变化。二季度尤其是4月份前后可能成为货币政策的重要观测点，特别是关注4月政治局会议对货币政策的表态。一方面，如果一季度经济大超预期，疫苗落地且效果良好、拜登财政刺激政策通过、PPI快速回升，货币政策趋紧可能小幅加速。另一方面，如果疫情继续恶化或疫苗进展不顺利，那么货币政策将继续维持稳健中性。

风险提示：经济走势、通胀、疫情演化等超预期。

### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

邮箱：hening@gszq.com

### 相关研究

- 1、《三大不一样—逐一解读中央经济工作会议》2020-12-19
- 2、《“此降非彼降”——如何看待社融增速拐点下降》2020-12-10
- 3、《重塑与重估—2021年宏观经济展望》2020-12-06
- 4、《史上最晚的央行三季度货币政策报告，有8大信号》2020-11-27
- 5、《如何理解央行重提“货币供应总闸门”？》2020-10-23

图表 1: 2020 年 6 月以来央行货币政策表述变化

| 时间         | 文件/会议   | 内容  |
|------------|---|---|
| 2021/1/8   | 货币政策要“稳”字当头持续激发市场主体活力——中国人民银行行长易纲谈 2021 年金融热点问题 | <p><b>2021 年货币政策要“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。</b>在总量方面，综合运用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持广义货币（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。在结构方面，发挥好货币政策工具精准滴灌作用，加大对科技创新、小微企业、绿色发展等重点任务的金融支持。同时，深化利率汇率市场化改革，巩固贷款实际利率下降成果，增强人民币汇率弹性。要稳住宏观杠杆率。预计今年可以回到基本稳定的轨道。在支持实体经济发展的同时，注意防范金融风险的积累。要稳妥处置个体机构风险和重点领域风险。加强对互联网平台存款和异地存款的管理，维护存款市场秩序，稳定银行负债成本。继续推动金融高水平对外开放，要构筑与更高水平开放相适应的监管框架和风险控制体系。发挥好金融支持绿色发展的三大功能，逐步完善绿色金融体系的五大支柱。</p>  |
| 2020/12/25 | 中国人民银行货币政策委员会 2020 年第四季度例会                      | <p>稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性，把握好政策时度效，保持对经济恢复的必要支持力度。综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，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，保持宏观杠杆率基本稳定。进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具的牵引带动作用，加大对科技创新、小微企业和绿色发展的金融支持，延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划。深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，增强金融市场的活力和韧性，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。着力打通货币传导的多种堵点，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，巩固贷款实际利率水平下降成果，促进企业综合融资成本稳中有降。构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持创新体系，围绕创新链和产业链打造资金链，形成金融、科技和产业良性循环和三角互动，引导金融机构增加制造业中长期贷款，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。</p> |
| 2020/12/18 | 中央经济工作会议  | <p>明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，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，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p> <p>稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。完善货币供应调控机制，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，保持广义货币供应量和社融规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，支持经济向潜在产出回归。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。健全可持续的资本补充体制机制，加大对中小银行发行永续债等资本补充工具的支持力度，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。完善宏观经济治理，促进货币政策与财政、就业、产业、投资、消费、环保、区域等政策目标优化、分工合理、高效协同。</p>  |
| 2020/11/26 | 2020 年第三季度中国货币政策执行报告                            | <p>我国目前市场利率水平低于自然利率均衡水平。市场利率水平低于均衡自然利率水平，导致资源分配到一些低效率领域，会产生一定程度的道德风险，因此没有多少空间去降低利息，为中国央行保持常态化货币政策提供了某种程度的理论支撑。</p>  |
| 2020/11/18 | 中国宏观经济论坛宏观经济热点问题研讨会（第 18 期）                     | <p>民营企业融资继续呈现“量增、面扩、价降”的特征，融资需求在增强。包括小微企业、</p>  |
| 2020/11/6  | 国务院政策例行吹风会                                      |   |

“金融机构合理让利落实进展有关情况”

民营企业在内的实体经济贷款需求仍然十分强劲，说明当前的贷款利率水平是合适的。坚持货币政策的三大确定性方向：**1，总量政策适度**：保持一定货币量，不能过多；**2，融资成本下降**：资金价格总体下降，但要有预期值；**3，支持实体经济**：资金要脱虚向实，不能去钱生钱。下一步的政策，总体上当然继续保持松紧适度、精准导向，当然政策调整要基于对经济状况的准确评估，根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点，不能仓促、不能弱化金融服务实体经济这个效果，要把实体经济服务好。另外也不能出现“政策悬崖”，政策突然中断可能很多方面适应不了。所以调整政策要评估，要考虑这些因素。总的来说一方面特殊时期出台的政策将适时适度调整，另一方面对于需要长期支持的领域进一步加大政策支持力度。

2020/10/21

坚持稳健的货币政策 坚定支持市场主体稳就业——中国人民银行行长易纲在2020金融街论坛上的讲话

随着疫情对我国经济冲击高峰过去，经济活动逐步恢复正常，有的政策已经顺利完成阶段性任务，但支持小微民营企业、支持稳就业、支持绿色发展的政策措施将继续坚持，并进一步完善，促进形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的发展新格局。一是货币政策更好适应经济高质量发展的需要。货币政策应与高质量发展相适应，更加注重金融服务实体经济的质量和效益，提高金融机构长期支持实体经济的积极性，为涉农、小微企业、民营企业等提供持续支持。深入贯彻新发展理念，积极完善政策框架，与财政、产业、就业、科技等政策密切配合，促进经济绿色复苏和发展。

二是稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，为经济主体提供正向激励。在今年抗疫的特殊时期，宏观杠杆率有所上升，明年GDP增速回升后，宏观杠杆率将会更稳一些。货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上。

2020/10/14

2020年第三季度金融统计数据新闻发布会

央行的政策利率和贷款市场报价利率LPR均保持稳定，市场利率围绕央行政策利率运行，利率水平与当前的经济基本面总体是匹配的。下一阶段人民银行将根据形势变化综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，支持货币供应量和社会融资规模合理增长，为确保全面建成小康社会和经济高质量发展提供良好的货币环境。关于超储率的问题。今年以来银行超储率处于合理区间。下一阶段人民银行将继续灵活运用中期借贷便利、公开市场操作、再贷款再贴现等多种货币政策工具，满足经营机构合理的短期、中期、长期的流动性需求，既保持流动性合理充裕，促进货币供应量和社会融资规模合理增长，也不搞大水漫灌。应该允许宏观杠杆率有阶段性的上升，扩大对实体经济的信用支持。二季度当季GDP已经实现了正增长，我们预计三季度GDP的增速会进一步提升，这也为未来更好的保持合理的宏观杠杆率的水平创造了条件。

2020/9/28

中国人民银行货币政策委员会2020年第三季度例会

完善跨周期设计和调节，支持经济高质量发展。稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，继续用好1万亿元普惠性再贷款再贴现额度，落实好两项直达实体货币政策工具，综合施策推动综合融资成本明显下降，引导金融机构加大对实体经济的支持力度，补短板、锻长板，确保新增融资重点流向制造业、中小微企业，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会贡献相适应。

2020/8/25

国务院政策例行吹风会“金融机构支持实体经济政策落实情况”

货币政策需要有更大的确定性来应对各种不确定性，那就是三个不变，稳健货币政策的取向不变；保持灵活适度的操作要求不变，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来；坚持正常货币政策的决心不变，我们没有采取零利率甚至负利率，以及量化宽松这样的非常规货币政策，因此也就不存在所谓的退出问题。下一阶段，稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，完善跨周期设计和调节。总量上，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，支持经济向潜在增速回归。结构上，有效发挥结构性货币政策工具的精准导向作用，引导新增融资重点流向制造业、中小微企业等实体经济，支持经济高质量发展，促进提升潜在产出水平。价格上，继续发挥贷款市

场报价利率改革的潜力，综合施策，推动降低综合融资成本，确保实现为市场主体减负 1.5 万亿元的预期目标。

2020/8/6

2020 年第二季度中国货币政策执行报告

**稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。**从疫情防控和经济发展实际出发，综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，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，保持货币供应量和社会融资规模合理增长。促进贷款投放与市场主体实际资金需求相匹配，使资金平稳有序地投向实体经济，支持经济增长向潜在增速回归。上半年为对冲疫情影响，逆周期调节力度有所加大宏观杠杆率出现阶段性上升。随着经济增速向潜在水平回归，宏观杠杆率也将逐步回归至合理水平。

货币政策的立场仍然是稳健的，货币政策更加灵活适度，我们现在更加强调适度这两个字。适度有两个含义，一个含义是总量上要适度，信贷的投放要和复苏的节奏相匹配。如果信贷投放节奏过快的话，快于经济复苏就会产生资金淤积，产生信贷资金没法有效使用的问题。第二个是价格上要适度。一方面要引导融资成本进一步降低，向实体经济让利。国务院也有 1.5 万亿元让利的要求。同时也要认识到利率适当下行并不是利率越低越好，利率过低也是不利的，利率如果严重低于和潜在经济增长率相适应的水平，就会产生套利的问题，产生资源错配的问题，产生资金可能流向不应该流向领域的问题。所以利率适当下行但也不能过低。下半年稳健的货币政策要更加灵活适度，保持总量的适度，综合利用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕。另外又要抓住合理让利这个关键，保市场主体，特别是更多地关注贷款利率的变化，继续深化 LPR 改革，推动贷款实际利率持续下行和企业综合融资成本明显下降，为经济发展和稳企业保就业提供有利条件。当前宏观杠杆率上升是逆周期政策调节，支持实体经济复工复产、复商复市，在这个过程中应当允许宏观杠杆率有阶段性上升。这种阶段性上升是金融扩大对实体经济的信用支持。这实际上是为了未来更好的保持合理的宏观杠杆率水平，今天我们这么做是为未来合理宏观杠杆率的水平创造条件。从现在来看，虽然二季度宏观杠杆率还会上升，但更要看到逆周期政策支持实体取得了显著的成效。所以，逆周期政策提供信用支持已经在实体经济方面取得效果，我想当前宏观杠杆率阶段性上升是允许的。

2020/7/10

2020 年上半年金融统计数据新闻发布会

**创新和完善宏观调控，稳健的货币政策要更加灵活适度，把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置。坚持总量政策适度，促进金融与实体经济良性循环，全力支持做好“六稳”“六保”工作。综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。**

2020/6/24

中国人民银行货币政策委员会 2020 年第二季度例会

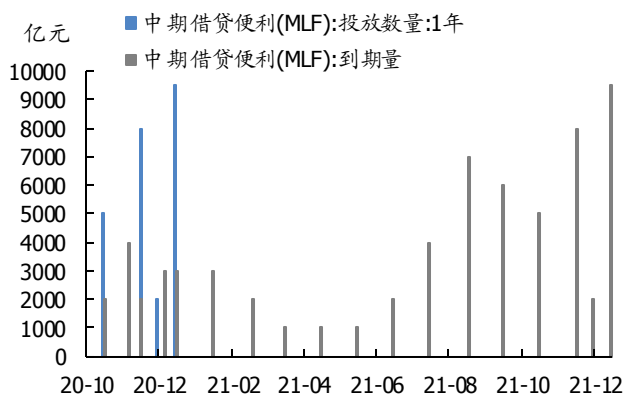
展望下半年，货币政策还将保持流动性合理充裕，预计带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元。通过利率市场化改革，引导市场利率持续下行，推动金融部门向企业合理让利，着力缓解融资贵问题。今年以来，金融部门向企业让利，主要包括三块：一是通过降低利率让利。二是直达货币政策工具推动让利。三是银行减少收费让利。预计金融系统通过以上三方面今年全年向企业让利 1.5 万亿元。

2020/6/18

人民银行行长易纲在第十二届陆家嘴论坛上的发言

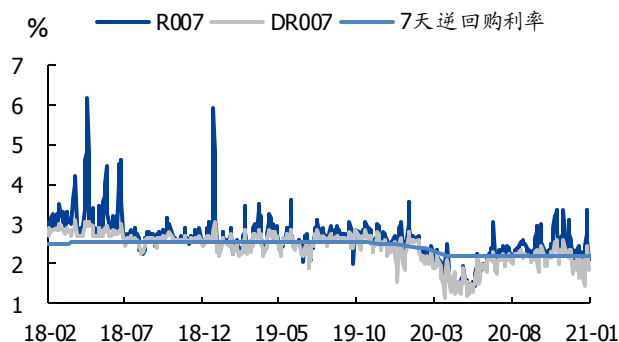
资料来源：央行，国盛证券研究所

图表 2: 11月以来央行加大MLF投放



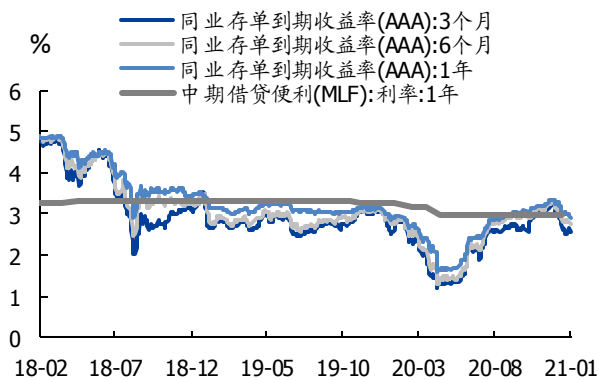
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: DR007 已经回到 7 天逆回购下方



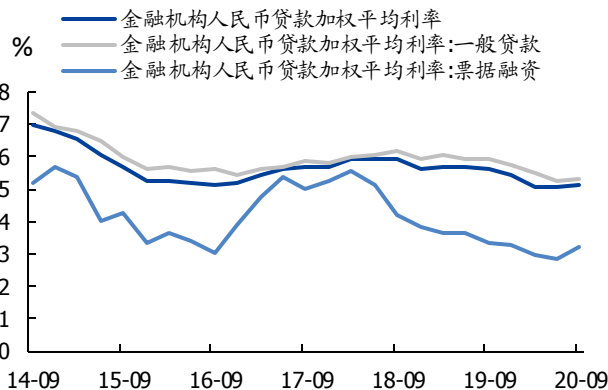
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 同业存单利率已回到 1 年期 MLF 下方



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 2020 年三季度贷款利率较二季度有所上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2021 年贷款, 社融和 M2 预测表

| 年份   | 新增贷款 (万亿) | 贷款余额 (万亿) | 贷款余额 同比 (%) | 新增社融 (万亿) | 社融存量 (万亿) | 社融存量 同比 (%) | 新增 M2 (万亿) | M2 余额 (万亿) | M2 同比 (%) | 备注   |
|------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|-------------|------------|------------|-----------|--|
| 2017 | 13.53     | 120.13    | 12.70       |           | 205.91    |             | 14.02      | 169.02     | 8.10      | 2017年开始稳杠杆, 央行关注“08-16年”与“17年至今”的比较, 所以取2017年之后的 |

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\\_349](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_349)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>