

# 疫后经济三问：流动性宽松到何时？

## ——2020年下半年货币政策展望

### 核心观点

货币政策是今年经济基本面及市场走势的核心影响变量，宽货币、宽信用的节奏将直接反映到实体可得资金及经济基本面的修复，而流动性是驱动下半年大类资产走势的核心。5月以来央行边际收紧流动性引发市场担忧，我们提出未来央行流动性调控“由松到紧”三段论，7、8月失业率将面临阶段性上行压力，可能触发央行宽松操作，四季度才是短端流动性确定性变化最重要的观察期。

### □ 流动性由松到紧三段论

近期央行从抑制资金空转套利的角度出发，边际收紧流动性，我们认为4月短端流动性宽松很可能是全年最宽松的时点，但目前尚不能判断央行流动性的持续收紧，并较早地提出未来央行流动性调控“由松到紧”三段论，第一阶段：二季度从确定性的松到边际收紧。第二阶段：7、8月失业率将面临阶段性上行压力，可能触发央行宽松操作，但需关注四季度流动性边际收紧的拐点，若三、四季度经济回到合理区间，保就业和稳增长重要性逐渐弱化，货币政策将出现边际转向，提示关注三季度末中央政治局会议定调及短端利率变化。第三阶段：确定性收紧，2021年一季度经济和就业趋稳，货币政策不需要等到有通胀压力或资本流出压力，就会采取前瞻性手段，纠正短端的流动性宽松，实现去债务杠杆。

### □ 货币政策工具判断：年内仍有降准、降息

当前阶段，保就业和稳增长仍是央行首要目标，货币政策维持稳健略宽松，宽货币+宽信用的货币政策基调更加向宽信用倾斜，将综合运用降准、降息、再贷款等工具的组合，年内仍有降准、降息，尤其是7、8月失业率面临阶段性上行压力期间。我们可以通过观测DR007位于7天逆回购利率下方的幅度来判断降息幅度，目前看下半年即便有降息，降息幅度也不大，我们总体预计年内政策利率曲线还有10BP下调空间，并带动LPR下行，推进贷款加权平均利率的回落，实现金融系统对实体的让利。对于存款基准利率，随着CPI的下行，降低存款基准利率概率也在逐渐加大，我们预计年内下调空间为25BP。

### □ 信贷、M2及社融增速有望明显高于去年

《政府工作报告》部署“综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”，今年央行中介目标依然是数量型为主，通过推高M2和社融增速，实现货币政策逆周期调控作用。我们预计今年信贷增速13%，社融增速13%，M2增速12%，分别相比去年末数值高0.7、2.3和3.3个百分点。央行将继续强化扩信用，保障企业资金链稳定，防止出现信用收缩风险，信贷投向向上，预计除了基建（中央+县域）、房地产领域及现金流较为紧张的优质企业外，政策也引导信贷着重支持民营小微、涉农、外贸等薄弱环节。除信贷外，政府和债券市场也是扩信用的重要方式，这意味着今年社融增速也将显著高于去年末水平。对于M2增速走势，信贷投放和财政支出均是M2的支撑，目前央行虽然对基础货币把控较为严格，但我国货币乘数达到了历史高位，在未来仍有降准概率的情况下，预计后续货币乘数仍有继续攀升的可能性，利好M2增速。

### □ 汇率保持震荡走势，国际收支维持平衡

在中美两国经济基本面修复、中美博弈可能升温的情况下，预计年内人民币汇率大概率维持高位震荡，但我国经济基本面走势的全球占优意味着人民币汇率也没有大幅贬值压力，逆周期因子的存在也有助于过滤掉一定市场顺周期行为对汇率的扰动，我们维持年内汇率走势在6.85-7.2区间震荡的判断。国际收支在汇率震荡、贸易顺差支撑及资本流出压力可控的综合作用下，预计将维持基本平衡。

**风险提示：疫情二次爆发扰动货币政策节奏，或加大货币政策宽松力度。**

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

### 相关报告

报告撰写人：李超

数据支持人：张迪

## 正文目录

1. 货币政策基调变化取决于首要最终目标的切换 .....	3
2. 流动性由松到紧三段论 .....	4
2.1. 4月短端流动性宽松很可能是全年最宽松的点 .....	4
2.2. “由松到紧”第一阶段：二季度短端流动性由确定性宽松至5月边际收紧 .....	5
2.3. “由松到紧”第二阶段：7、8月仍有宽松概率，但需关注四季度流动性边际收紧的可能性 .....	6
2.4. “由松到紧”第三阶段：2021年一季度经济增速较高，失业稳住的前提下，货币政策进入确定性收紧的可能性大增 .....	7
3. 货币政策工具判断：年内仍有降准、降息 .....	10
4. 信贷、M2及社融增速有望明显高于去年 .....	12
5. 汇率保持震荡走势，国际收支维持平衡 .....	13

## 图表目录

图 1：我国央行最终目标最终目标比较多，在判断货币政策取向的时候只能抓住主要矛盾 .....	3
图 2：保就业是当前货币政策首要目标 .....	4
图 3：春节以来央行应对疫情宽松政策及近期流动性调控边际变化 .....	6
图 4：春节后流动性持续宽裕，但5至6月央行边际收紧流动性 .....	6
图 5：我国城镇调查失业率月度环比变动 .....	7
图 6：DR007与7天逆回购利率走势 .....	7
图 7：今年一季度GDP增速低，明年一季度预计达10%以上 .....	8
图 8：随着经济回暖，明年一季度失业压力也将大大减弱 .....	8
图 9：明年猪油共振概率小 .....	8
图 10：债券市场杠杆率今年一季度走高 .....	9
图 11：政策促进贷款加权平均利率持续下行 .....	11
图 12：CPI逐步回落使得降存款基准利率的顾虑降低 .....	11
图 13：货币乘数与基础货币走势 .....	12
图 14：外汇储备环比增加 .....	14
图 15：人民币兑美元汇率高位震荡 .....	14

货币政策是今年经济基本面及市场走势的核心影响变量，宽货币、宽信用的节奏将直接反映到实体可得资金及经济基本面的修复，而流动性是驱动下半年大类资产走势的核心。5月以来央行边际收紧流动性引发市场担忧，本文我们将着重回答下半年货币政策总基调，以及流动性宽松到何时。

## 1. 货币政策基调变化取决于首要最终目标的切换

稳健的货币政策可分为4类：略宽松、略紧缩、中性、灵活适度，由于我国央行最终目标比较多，在判断货币政策取向的时候只能抓主要矛盾，随着国内、国际经济背景的变化，对央行最终目标的重要性进行排序，来判断央行当前最关注的逻辑，从而判断其货币政策取向。

我国央行最终目标较多，包括四项常规目标经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡，一项隐性目标金融稳定，及转轨时期长期目标金融改革开放和发展金融市场，其中，我们认为当前阶段，保就业和稳增长仍是央行首要目标，货币政策维持稳健略宽松，四季度末可能切换为金融稳定为首要目标。

图 1：我国央行最终目标最终目标比较多，在判断货币政策取向的时候只能抓住主要矛盾

货币政策		
操作工具	中介目标	最终目标
调整基准利率； 调整商业银行的法定存款准备金率； 公开市场操作； 再贷款、再贴现。	数量型： 货币供应量（M2）； 社会融资规模；  价格型： 利率； 汇率。	经济增长； 物价稳定； 充分就业； 国际收支平衡；  隐性目标：金融稳定  金融改革开放； 发展金融市场。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：保就业是当前货币政策首要目标



资料来源：浙商证券研究所

## 2. 流动性由松到紧三段论

近期央行从抑制金融空转的角度出发，边际收紧流动性，对于未来流动性调控的判断成为市场关注的核心问题。我们认为目前尚不能判断央行流动性的持续收紧，并较早地提出未来央行流动性调控“由松到紧”三段论，即：

**第一阶段：二季度从确定性的松到边际收紧。**5月以来由于地方债发行规模大，加上央行抑制金融空转，边际收紧了短端流动性，加之专项债发行及特别国债进入发行期，市场利率呈现阶段性上行。

**第二阶段：7、8月失业率将面临阶段性上行压力，可能触发央行宽松操作。**在此情况下，市场利率在7、8月再次下行的逻辑有两个：第一，市场不再担心债市供给，即特别国债的发行冲击要解决；第二，市场博弈的货币政策工具的释放，即货币政策宽松操作如降准降息的落地。若两项逻辑兑现，那么长端利率可能形成一个W型的底部，出现一定交易性机会。但需关注四季度流动性边际收紧的拐点，从货币政策最终目标的轮转来看，如果三、四季度经济回到合理区间，保就业和稳增长重要性逐渐弱化，货币政策将出现边际转向。提示关注三季度末中央政治局会议定调及短端利率变化。

**第三阶段：确定性收紧。**2021年一季度，GDP低基数下，可能上行至10%以上，只要就业没有大问题，货币政策不需要等到有通胀压力或资本流出压力，就会采取前瞻性手段，纠正短端的流动性宽松，实现去债市杠杆，保证一旦出现通胀，货币政策可以顺利收紧，而不是陷入一收紧流动性、债券市场就出现系统性风险隐患的局面，避免央行难以在金融稳定和物价稳定间进行抉择。

### 2.1. 4月短端流动性宽松很可能是全年最宽松的时点

4月是企业陆续复工复产、经济环比修复的验证期，央行再次降准并大幅下调超额存款准备金利率，保证了市场的流动性充裕，另外，博弈赤字尽量不要货币化形成了4月极致的短端利率低点，3月底政治局会议提出发行特别国债，对于其发行方式的讨论

和博弈也随之产生，从央行层面，保证充裕的流动性推动国债收益率创出新低，意味着特别国债通过市场化发行的方式既有充足的市场需求，也有较低的融资成本，由此形成了短端利率的极端低点。我们认为 4 月短端流动性宽松很可能是全年最宽松的时点，当时的基本面环境与政策博弈均具有一定特殊性，尤其是目前特别国债的市场化发行方式已经确定，我们判断全年流动性最宽松的时刻已过。

## 2.2. “由松到紧”第一阶段：二季度短端流动性由确定性宽松至 5 月边际收紧

今年以来，银行结构性存款规模大幅增加，4 月底总规模达 12.14 万亿，较去年底累计增长 2.54 万亿，结构性存款占总存款比重由去年底 5% 提升至今年 4 月底的 6%。其背后存在的金融空转引发了监管关注，目前金融空转有两种主要形式：一是央企、国企凭借高资质及高授信获取低成本资金，用于购买结构性存款和理财进行套利，结构性存款以其较高的收益率水平获得企业青睐，尤其是部分银行结构性存款在产品设计和宣传销售中也存在一些不审慎行为，如产品嵌入的衍生品交易行权条件区间过于宽泛，存在一定隐性刚兑的“假结构”问题，这进一步加剧了结构性存款的吸引力；二是商业银行对自己熟悉的客户增加贷款，间接帮助商业银行形成更多的结构性存款，构成稳定的负债来源。

从应对来看，一是 5 月以来央行边际收紧短端流动性，意在抑制资金空转套利。短端收紧后，长端利率上行，可以部分抑制央企低成本募集资金。

二是银保监会强化结构性存款监管。6 月 12 日，北京银保监局下发《北京银保监局关于结构性存款业务风险提示的通知》，要求年内结构性存款业务增长过快的银行，应切实采取有力措施，逐月压降本行结构性存款规模，在 2020 年末，将总量控制在监管政策要求的范围之内，并确保产品设计审慎合规。6 月 15 日，据中证报报道，继北京银保监局发文整治结构性存款业务之后，多地银保监局正酝酿出台整顿措施，已有银保监局针对辖内结构性存款增速过快的银行发出业务风险提示。受近期监管部门强化监管影响，5 月结构性存款总规模已经较 4 月有所回落至 11.83 万亿。

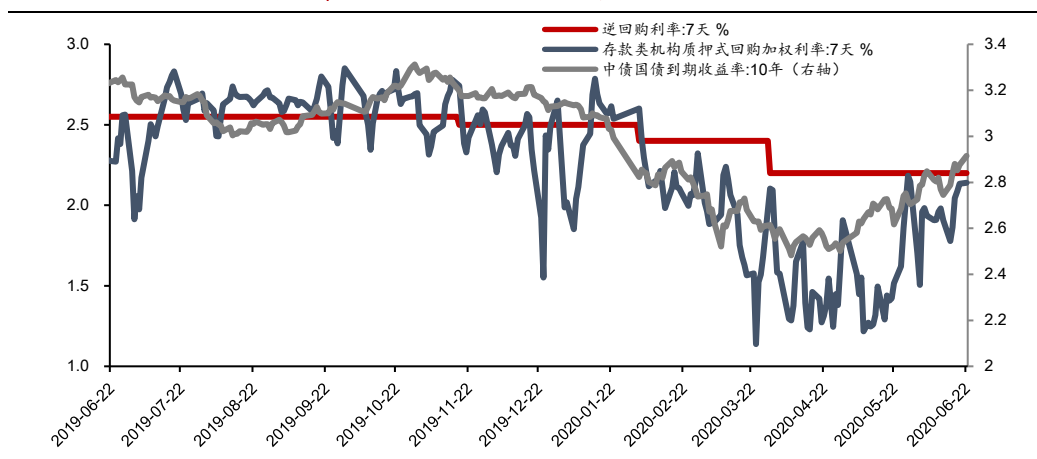


图 3：春节以来央行应对疫情宽松政策及近期流动性调控边际变化

日期	事件
1.31	央行安排 3000 亿元专项再贷款
2.3	央行开展 1.2 万亿元公开市场逆回购操作并降息 10BP，当月 MLF 利率及 LPR 同步下行
2.26	央行增加再贷款再贴现专用额度 5000 亿元，下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点至 2.5%
3.16	央行决定实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点。
3.30	央行下调 7 天逆回购利率 20 个基点
4 月初	新增面向中小银行的 1 万亿再贷款、再贴现额度
4.3	中国人民银行决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。中国人民银行决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。
4.15	央行下调 1 年期 MLF 利率 20 个基点
4.20	1 年期 LPR 报价下行 20BP 至 3.85%，5 年期 LPR 报价下行 10BP 至 4.65%
4.24	央行开展二季度 TMLF 操作 561 亿元，并降息 20BP 至 2.95%，与 MLF 利率持平
5.15	减量续作到期 MLF
5.26	开展 100 亿逆回购操作，维持利率不变
6 月初	减量续作到期逆回购
6.8、6.9	6 月 8、9 日无逆回购到期，央行累计开展 1800 亿逆回购操作，并称将于 6 月 15 日左右对本月到期的中期借贷便利（MLF）一次性续做，具体操作金额将根据市场需求等情况确定。
6.15	开展 2000 亿元 MLF 操作，6 月总到期量 7400 亿

资料来源：人民银行，浙商证券研究所

图 4：春节后流动性持续宽裕，但 5 至 6 月央行边际收紧流动性



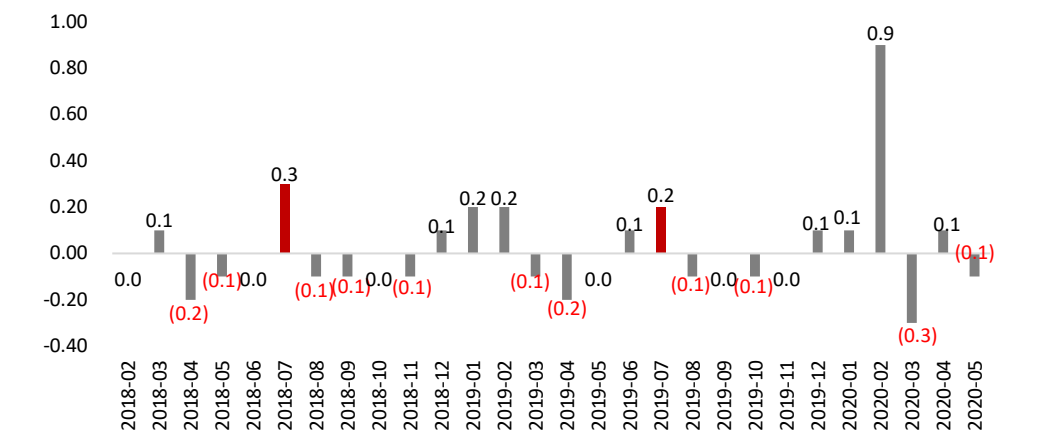
资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.3. “由松到紧”第二阶段：7、8 月仍有宽松概率，但需关注四季度流动性边际收紧的可能性

正如我们在年中策略报告第一篇《疫后经济一问：多少增长能稳住就业？——2020 年下半年经济增长展望》中的展望，预计三、四季度经济将逐渐靠近合理区间，虽然经济企稳，但 7、8 月失业率面临阶段性上行压力，今年失业率为最核心的政策底线，我们认为一旦失业率年中上冲，可能触发货币政策宽松操作。

目前我国复工复产已基本完成，但调查失业率仍处于历史高位，7 月份进入大学生毕业季，超 800 万高校毕业生将进入劳动力市场，调查失业率存在二次冲高风险，以前两年调查失业率季节性波动情况来看，其 7 月季节性表现约为 0.2-0.3 个百分点，若叠加今年仍在恢复期的基本面环境，失业率上行幅度存在超过前两年季节性的可能。

图 5：我国城镇调查失业率月度环比变动

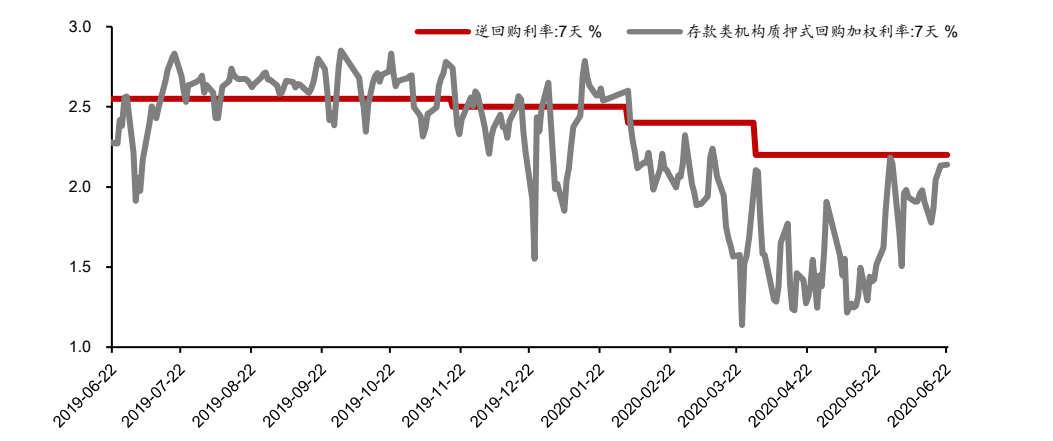


资料来源：Wind，浙商证券研究所

若失业率阶段性上行，可能触发央行宽松操作，央行将放松短端流动性调控，并可能有降准降息操作。同时，三、四季度经济增速恢复至合理区间，也需要扩信用的配合，货币政策维持流动性的宽松也有助于扩信用。从社融的角度，扩信用除表内信贷外，企业债及政府债均是主要发力点，此时维持短端流动性及利率低位，有助于传导至广谱利率，不仅将增加实体经济的信贷需求，在不出现大规模违约潮的情况下，信用债收益率也将同步下行，有利于增加企业债券融资。

但我们认为，若三、四季度经济回到合理区间，随着失业率压力暂缓及经济企稳，需观察流动性边际收紧可能，四季度是短端流动性变化最重要的观察期。我们提示关注三季度末中央政治局会议的表述及 DR007 走势，DR007 持续高于 7 天逆回购利率是确认央行收紧流动性的重要信号。

图 6：DR007 与 7 天逆回购利率走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

#### 2.4. “由松到紧”第三阶段：2021 年一季度经济增速较高，失业稳住的前提下，货币政策进入确定性收紧的可能性大增

今年年底至明年一季度，经济大概率回到合理区间，并拉动就业实现就业目标，尤其是由于今年的低基数，明年一季度经济增长可能大幅冲高至 10% 以上，2021 全年经济增速可能达到 8.5%，投资、消费等结构数据都可能在明年一季度呈现大幅走高、随后回

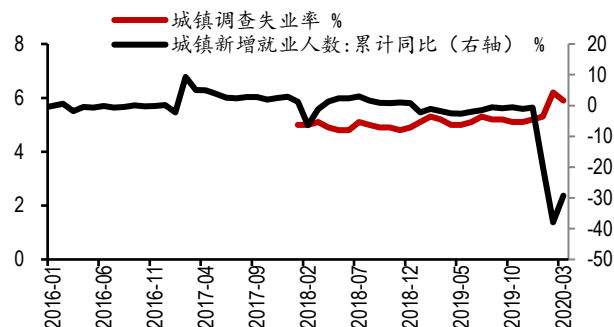
落的走势，随着经济转暖，失业问题也将得到大幅改善。这意味着，明年一季度经济和就业矛盾均会缓解，保就业和稳增长目标的重要性将有弱化，我们认为此时货币政策不需要等到通胀压力或资本流出压力出现，就会提前采取前瞻性手段，确定性收紧流动性，主要目的是去债市杠杆，保证一旦出现通胀，货币政策可以顺利收紧。

图 7：今年一季度 GDP 增速低，明年一季度预计达 10% 以上



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 8：随着经济回暖，明年一季度失业压力也将大大减弱

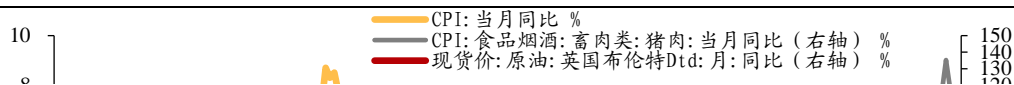


资料来源：Wind, 浙商证券研究所

当保就业和稳增长不再是央行的首要目标，什么因素是触发货币政策确定性收紧短端流动性的主因？我们认为金融稳定。

先看通胀，猪价和原油价格是我国 CPI 最关键的两项影响因素，猪价与油价叠加共振时才会出现 CPI 的大幅上行，而明年的物价环境仍不具备“猪油共振”的条件，主要原因在于猪价处于猪周期下行区间，今年 2 月猪肉 CPI 同比增速攀升至历史新高 135.2%，此后 3 个月依次回落，我们预计 2 月数据就是本轮猪周期峰值，能繁母猪存栏量自 2019 年 9 月触底后稳步回升，这意味着今年三、四季度猪肉供应量将有大增，需求稳定的情况下，今年下半年至明年上半年将是猪肉价格同比增速下行探底的阶段，对 CPI 难以构成上行压力。因此，明年一季度猪油再次不共振，控通胀难以成为货币政策首要目标。

图 9：明年猪油共振概率小



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\\_4349](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4349)

