财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

流动性稳步退潮，利率上行空间或有限

——央行 2021 年一季度例会纪要解读

重要会议点评

财信国际经济研究院

资深研究员 胡文艳

3 月 24 日，中国人民银行货币政策委员会 2021 年第一季度（总第 92 次）例会在北京召开。针对会议内容（见表 1），我们的解读如下：

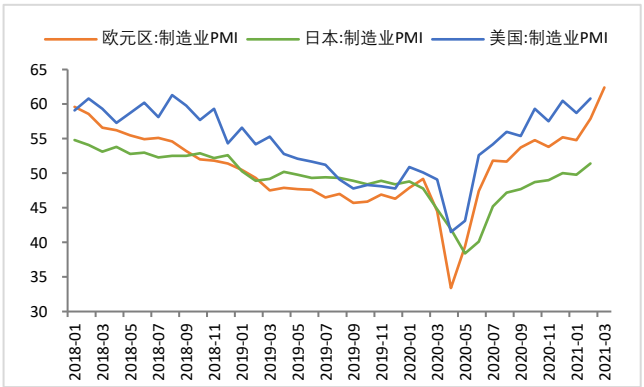
一、经济恢复趋势向好，但不平衡、不确定性犹存

对于经济形势的判断，会议认为经济恢复趋势向好，如提出国内“积极因素明显增多”、国外疫情和经济“趋于好转”；但同时也强调了恢复的不平衡性、不确定性仍较为突出，指出国内“经济恢复进程仍不平衡”，国外疫情与经济形势依然严峻复杂。

从国外看，目前发达经济体经济复苏势头强劲，如近几个月来美、欧、日制造业 PMI 持续攀升，纷纷创下近年来新高（见图 1）；同时 OECD 综合领先指标延续升势，也预示未来一、两个季度全球经济复苏态势有望延续。但疫情防控能力偏弱、疫苗接种偏慢的新兴经济体经济恢复依旧偏慢，且受通胀预期升温、美债利率回升影响，巴西、俄罗斯、土耳其等国已重启加息，新兴经济体正面临经济恢复和金融市场动荡的双重挑战，全球经济复苏之路仍充满不确定性。

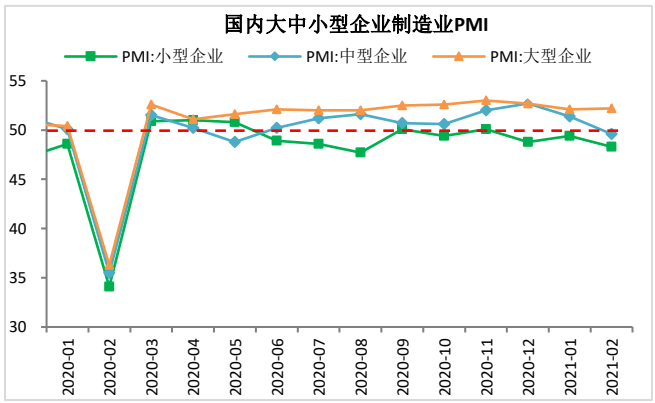
从国内看，在出口强劲和 PPI 价格回升的带动下，工业生产端维持强劲，工业企业延续补库存周期；加上疫情扰动消退后，服务业消费有望加快恢复，预计上半年经济延续偏热概率偏大。但结构上，国内经济恢复仍不平衡，如 1-2 月份宏观经济“生产强、内需弱”结构性特征明显，制造业投资和消费恢复依旧偏慢、低于市场预期；同时国内小企业恢复亦持续偏慢，2 月份小型企业 PMI 继续低于临界值、低于大型企业和中型企业 PMI（见图 2）。

图 1：发达经济体经济修复势头强劲



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：国内小型企业恢复持续偏慢



资料来源：WIND，财信研究院

二、货币政策稳字当头，结构性工具担当重任

面对经济修复趋势向好、平衡性有待增强、不确定性犹存的基本面特征，会议延续中央经济工作会议和政府工作报告表态，提出“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效”。对于其内涵的理解，我们认为主要有三：

一是稳字当头仍是主基调，预计货币政策将继续保持战略定力，“稳总量、调结构、稳杠杆、防风险”。具体看，流动性总量将“不缺不溢”，以应对严峻复杂的国内外经济形势；结构调整有望强化，既兼顾好短期继续为市场主体纾困，也为中长期支持经济结构转型提供支撑；防风险重点在于稳杠杆，风险释放不会一蹴而就，但风险化解将稳步推进。

二是货币政策节奏或灵活调整，以平滑今年各季度、今年和明年的经济波动。**首先，**2021 年流动性边际收紧，为 2022 年腾挪一定空间，几无悬念，预计全年社会融资规模增速将由 2020 年的 13.3%降至 11%左右。**其次，**2021 年上半年特别是二季度略偏紧、下半年略偏松的概率较大，因为随着上半年国内经济维持微热、加上通胀水平回升，货币政策将侧重于防范风险；下半年国内经济修复动能趋缓，预计货币政策稳增长诉求将有所提升。**第三，**流动性变动幅度或低于市场预期，预计货币政策不会急转弯、也不会大开大合，2021 年社融增速有望呈现出持续平缓回落的特征。

三是结构性政策将担当重任，实现精准滴管，预计 2021 年对小微企业、科技和绿色领域的金融支持力度不减，甚至有所加强。一方面，当前国内市场主体尤其是小微企业受疫情冲击较大，其恢复元气，仍需再帮一把。会议延续政府工作报告的思路，将助企纾困作为货币政策着力点之一。根据 3 月 24 日国常会的要求，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将进一步延至今年底，预计 2021 年普惠小微企业贷款增速有望在去年 30.3%的增速基础上继续保持高增。**另一方面，**会议强调引导金融机构加大对科技创新、绿色发展领域的支持，同时结合 3 月 22 日央行信贷结构优化调整座谈会的内容，预计绿色金融、科技创新是今年信贷资源“进”的主方向。会议也进一步提出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；同时以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。

三、降低实体贷款利率，金融让利仍是主要抓手

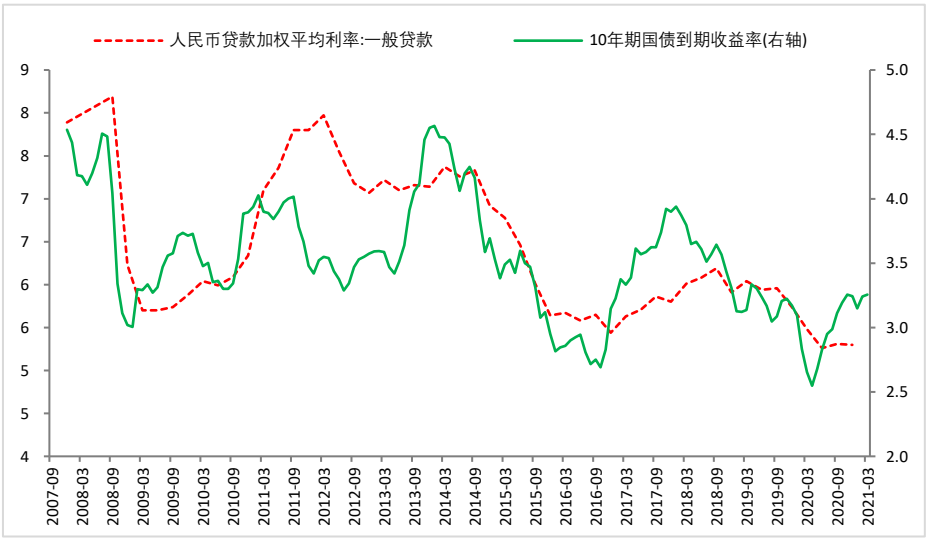
利率方面，会议提出“推动实际贷款利率进一步降低”，相比去年四季度例会“促进企业综合融资成本稳中有降”的表述，反映出央行助企纾困、降低企业成本的目标强化。对于如何发力降成本，我们认为可以主要关注两点：

一是降息难现，但短期市场利率上行空间也有限。一方面，目前国内外经济加快修复、通胀水平迎来快速上行期，加上部分地区房价仍有升温迹象，短期内无论从基本面的角度还是防风险的角度看，央行降息的可能性基本上没有。**另一方面，**根据历史经验，随着十年期国债收益率为代表的市场利率持续上升，国内人民币贷款加权平均利率难以

避免地会有所提高（见图 3）。目前受美债利率飙升影响，国内十年期国债收益率存在一定上行压力，但为稳妥实现降成本目标，预计其上行幅度或已较为有限，今年货币退潮节奏或将适度配合降成本目标，不急转弯。

二是金融继续让利或仍是降成本的主要抓手。会议提出“继续释放改革促进降低贷款利率的潜力”，3 月 22 日央行信贷结构优化调整座谈会也提出“推动金融系统继续向实体经济合理让利”，均表明金融让利或仍是今年降成本的关键。预计未来银行将进一步压降贷款利率与 LPR 利差，引导贷款利率继续下行；同时继续减免服务收费、落实好已出台优惠信贷政策等，降低企业实际得到的综合融资成本。根据我们的测算，预计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两项直达货币政策工具，可为企业让利 2000 亿元左右；银行减少收费等可让利约 4500 亿元，较 2020 年新增让利 300 亿元以上。

图 3：贷款加权平均利率与十年期国债收益率



资料来源：WIND，财信研究院

四、会议主要内容及对比

表 1：近几次货币政策委员会例会重要内容对比

主要指标		2020 年二季度	2020 年三季度	2020 年四季度	2021 年一季度
经济金融形势	国内	经济增长保持韧性 各类经济指标出现边际改善	经济稳步恢复	经济运行逐步恢复常态 国内经济内生动力增强	经济运行持续恢复 国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，但经济恢复进程仍不平衡
	国际	全球疫情和世界经济形势依然严峻复杂	境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻	当前境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻	境外疫情和世界经济趋于好转但形势依然复杂严峻
货币政策	总基调	稳健的货币政策要更加灵活适度	稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向	稳字当头，不急转弯 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	稳字当头 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效
	流动性	综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕	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	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

				配	本匹配
	利率	继续释放改革促进降低贷款利率的潜力	引导贷款利率继续下行，综合施策推动综合融资成本明显下降	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	完善央行政策利率体系，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低
	结构性政策	引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、民营企业的支持力度	补短板、锻长板，确保新增融资重点流向制造业、中小微企业	加大对科技创新、小微企业和绿色发展的金融支持	加大再贷款再贴现支持普惠金融力度，引导金融机构加大对科技创新、小微企业和绿色发展等领域的支持
稳增长与防风险		把握保增长与防风险的有效平衡	实现稳增长和防风险长期均衡	处理好恢复经济和防范风险关系 保持宏观杠杆率基本稳定	处理好恢复经济与防范风险的关系 保持宏观杠杆率基本稳定
政策目标		加大宏观政策调节力度，着力稳企业保就业，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务	坚持结构调整的战略方向，牢牢把握扩大内需战略基点，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务	扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，以高质量发展为“十四五”开好局。	扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，灵活精准实施货币政策，努力保持经济运行在合理区间，以高质量发展为“十四五”开好局，以优异成绩庆祝中国共产党成立 100 周年

资料来源：人民银行网站，财信国际经济研究院

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。