稳字当头，易紧难松

——2020 年四季度货币政策执行报告解读

宏观点评

财信国际经济研究院

宏观团队 胡文艳

事件：2 月 8 日，中国人民银行发布《2020 年第四季度货币政策执行报告》（以下简称“报告”），报告针对国内外经济金融运行情况、当前和未来货币政策的工作重点、市场热议的货币政策问题等进行了全面分析与指引，我们针对其中的核心要点予以解读。

一、经济形势：向常态回归+基础尚不牢固

对于国内经济基本面的判断，报告总体偏向乐观，指出“我国经济向常态回归，内生动能逐步增强”；但疫情危机带来的尾部风险和国内中长期问题犹存，报告延续 2020 年 12 月份中央经济会议表述，提出“国内经济恢复基础尚不牢固”。具体看：

一是我国经济向常态回归，上半年延续偏热概率较大。一方面，根据报告的表述，当前国内经济运行中的积极因素增多，内生动能逐步增强，同时物价涨幅总体运行在合理区间，不存在长期通胀或通缩的基础，对应的经济运行状态本质上已回归“常态”。**另一方面，**四季度国内 GPD 同比增长 6.5%，已超过潜在增速水平，经济运行出现微过热现象。根据我们的判断，国内服务业低位向上修复未完待续（见表 1），加上 PPI 确定回升，将驱动工业延续主动补库存周期（见图 1-2），预计 2021 年上半年经济延续微热的概率较大。

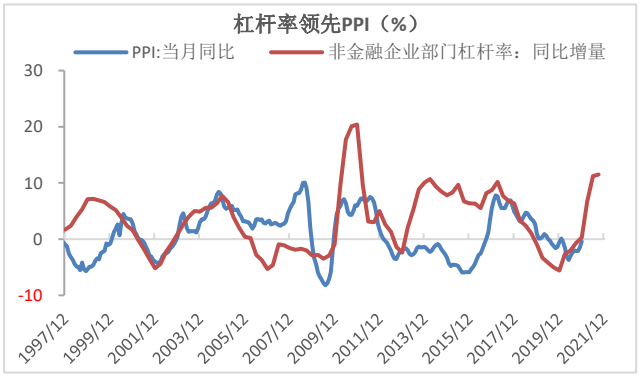
二是疫情尾部风险和中长期问题叠加，经济恢复基础尚不牢固。从短期看，冬季国内多地出现散发疫情，可能给消费恢复带来扰动，影响经济修复节奏；同时疫后信用违约风险滞后显现、发达经济体疫情不确定性、金融市场风险隐患均会对经济修复的稳固性形成挑战。**从中长期看，**国内人口老龄化加速（出生人口减少）、科技创新能力有待提高、资源环境约束增强，经济潜在增速面临较大下降压力，亟待缓解。如根据公安部的最新统计数据，2020 年国内已进行户籍登记的新生儿仅 1003.5 万人，创有统计数据以来新低，较 2019 年同比下降 10%以上。

表 1：服务业仍有较大恢复空间

	时间	第一产业	第二产业			第三产业							
			工业	工业：制造业	建筑业	批发零售	交运邮政	住宿餐饮	金融	房地产	信息服务	租赁商服	其他
GDP 占比	2020Q4	10.0	30.3	26.0	8.3	9.5	4.1	1.8	7.0	7.1	3.4	3.2	14.9
同比增速	2019Q4	3.4	5.0	4.8	4.9	5.3	5.7	5.3	6.5	2.1	18.6	10.0	7.1
	2020Q4	**4.1**	**6.9**	**7.3**	**6.6**	**6.3**	**7.6**	**2.7**	**7.0**	**6.7**	**19.7**	**2.2**	**4.5**

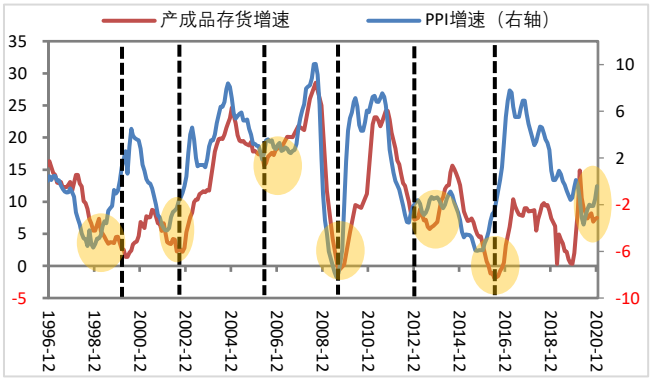
资料来源：WIND，财信研究院

图 1：上半年物价将确定性上行



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：企业延续主动补库存周期



资料来源：WIND，财信研究院

二、货币政策：稳字当头，总量偏紧结构优化

面对已向常态化回归但恢复基础尚不牢固的经济基本面，央行强调货币政策要“坚持稳字当头”，同时提出要“保持好正常货币政策空间的可持续性”、“把好货币政策总闸门”、“保持宏观杠杆率基本稳定”。预计下一阶段货币政策“总量偏紧、结构优化”或为主旋律，利率维持高位波动的概率较大。具体看：

（一）量的方面：紧平衡+优结构

上半年维持紧平衡概率偏大。一是报告提出“把好货币供应总闸门，将经济保持在潜在产出附近”，目前国内经济运行已微过热，且未来一段时间延续过热概率较大，货币边际收紧已具备一定经济基本面基础；**二是**报告突出以“保持货币币值的稳定”为目标，表明央行适度收紧流动性，防止房地产等资产价格过快上升、不让老百姓手上的票子变毛的意愿强化，未来流动性易紧难松；**三是**报告延续中央经济工作会议“保持宏观杠杆率基本稳定”提法，意味着金融防风险目标在货币政策中的权重上升，基于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目标，预计 2021 年社融和 M2 增速或大概率降至 12%、10%下方附近；**四是**报告首次提出“保持好正常货币政策空间的可持续性”，表明当下货币政策要为未来预留一定空间，以应对外部环境的不确定性和国内经济面临的中长期挑战，平滑经济波动，实质上也传递出适度收紧流动性的信号。

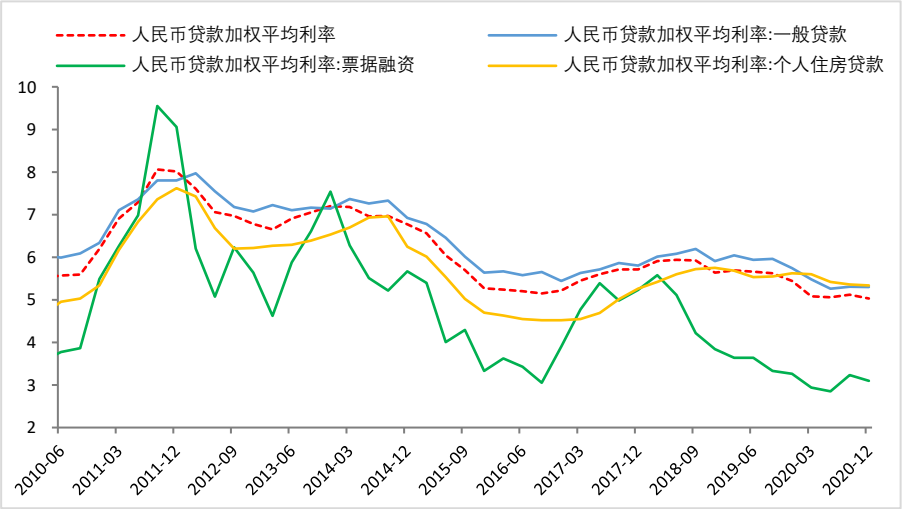
结构性政策精准滴管作用有望继续强化，科技、小微、绿色金融支持力度仍强。目前国内经济恢复基础尚不牢固，主要体现为疫情尾部风险和中长期经济问题仍较为突出，反映到实体企业层面，前者表现为小微企业仍面临诸多困难，后者则代表着科技创新、绿色能源等高质量发展领域亟待政策加大支持力度。为此，央行强调“发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的精准滴灌作用”。预计疫情期间针对小微企业的应急政策将会得到稳妥调整和接续安排，同时针对绿色和科技发展的创新政策工具亦有望加快推出，如针对科技、绿色的再贷款政策值得期待。整体上，预计 2021 年金融对科技、小微企业、绿色发展的支持有望成为货币政策重要亮点。

（二）价的方面：市场利率短期维持高位震荡，企业降成本或以巩固为主

市场利率短期维持高位震荡概率偏大。近期市场利率大幅抬升引发市场较大波动与担忧，针对利率方面的展望，报告明确提出“引导市场利率围绕央行政策利率中枢波动”。基于上文的分析，经济基本面有喜有忧，货币政策稳字当头，短期来看政策利率加息或降息的概率均极低，因此短期内市场利率大幅向上或向下的空间均有限，但考虑到流动性总量维持紧平衡，利率维持高位震荡的概率将更大一些。此外，报告还专门提示，判断短期利率走势主要看央行公开市场 7 天期逆回购操作利率是否变化，而不应过度关注公开市场操作数量；同时在观察市场利率时重点看市场主要利率指标（DR007）的加权平均利率水平，而非过度观察单一时点值。

企业降成本或以巩固为主，贷款利率进一步下行空间有限。一是报告提出“巩固贷款实际利率下降成果，促进企业综合融资成本稳中有降”，相比三季度报告“综合施策推动社会融资成本明显下降”表述，对降成本的要求有所降低。**二是** 2020 年 12 月份国内贷款加权平均利率已创近 10 年新低，而随着经济持续修复，其进一步明显下降的必要性也有所降低，如 12 月份贷款加权平均利率为 5.03%，同比下降 0.41 个百分点，环比下降 0.2 个百分点，其中一般贷款加权平均利率、票据融资利率和个人住房贷款利率均边际有所回落。**三是** 2020 年金融大规模让利，加上疫后不良贷款增加，导致银行资本消耗较多，其进一步压缩利润为实体让利的空间已较为有限，也对企业降成本形成一定制约，如报告明确提出要“健全可持续的银行资本补充机制”，表明 2021 年银行自身补资本的压力或较大。

图 3：人民币贷款加权平均利率环比下降



资料来源：WIND，财信研究院

三、房地产融资：预计未来进一步收紧的概率偏大

一是报告提出“实施好房地产金融审慎管理制度”，同时继续强调“牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，预计前期《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》有望加快推进，且考虑到近期房地产市场依旧火爆，房地产销售面积持续高于往年同期，不排除部分城市进一步出台更多新的房地产调控政策。

二是报告开辟专栏，强调要高度警惕居民杠杆率过快上升的透支效应和潜在风险，同时提出居民债务继续扩张的空间已非常有限。考虑到我国居民贷款大部分用于购房支出，报告提示居民债务扩张风险，也重点指向对房地产的金融调控有望趋严。

三是报告指出“完善金融支持住房租赁政策体系”，预计随着住房租赁市场的发展，有望缓解房地产上涨压力，宏观政策的大方向均指向维持房地产市场稳定。

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。