事件点评

宏观研究

证券研究报告

货币政策保持稳健，细化宏观审慎政策

——央行第四季度货币政策执行报告点评

风险评级：低风险

2021 年 2 月 10 日

费小平（SAC 执业证书编号： S0340518010002）
电话： 0769-22111089 邮箱：fxp@dgzq.com.cn

事件：

2021 年 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。

点评：

■ **《报告》认为经济回归常态，宏观形势总体向好**

相比于三季度，报告认为“目前我国经济向常态回归，内生动能逐步增强”，比三季度的“我国已转向高质量发展阶段，继续发展具有多方面优势和条件”论述更加具体。《报告》提出“宏观形势总体向好”，相比三季度更为积极。

■ **稳健的货币政策提法未有大的改变，新增对绿色发展的金融支持**

《报告》提出稳健的货币政策“灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效”，删除“更加灵活适度、精准导向”中的“更加”，暗示货币政策进一步宽松的可能性很低。并把三季度的“尽可能长时间实施正常货币政策”，精简表述“为保持好正常货币政策空间的可持续性”，这种表态与12月的中央经济工作会议表态相一致。因此，我们预计春节前央行会维持流动性合理充裕，节后将根据市场资金需求进行稳步的、温和的边际微调。

《报告》继续提出“把好货币供应总闸门，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”，这与三季度《报告》提法类似，考虑到去年信贷增速相对较高，预计今年相关信贷增速将回落。在结构性货币政策工具的精准滴灌作用方面，《报告》增加了“加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持”表述，此前更强调“提高政策直达性”。

■ **深化利率市场化改革，重视存款管理**

在利率市场化方面，《报告》提出“完善央行政策利率体系”，但删除了“继续释放改革促进降低贷款利率的潜力”，提出“巩固贷款实际利率下降成果”，表明央行对目前企业融资成本较满意，利率市场化仍然是当前货币调控工具从数量型转向利率型的关键。我们认为今年将继续推进相关政策。由三季度的“引导货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行”转变为“引导市场利率围绕央行政策利率波动”，预计后续市场利率波动区间拓宽的可能性加大。

专栏提及加强存款管理，其中包括“督促整改不规范存款创新产品”、“将结构性存款保底收益率纳入自律管理”和“加强对异地存款的管理”，该类措施有利于保持金融机构负债成本合理稳定，从而促进社会融资成本的降低，为有序推进利率市场化改革营造良好条件。另外，《报告》新增“发挥存款基准利率作为我国整个利率体系‘压舱石’的作用”的表述，说明存款基准利率仍是存款收益的定价基础，将会长期保留。

■ **全球宽松背景下，关注溢出效应**

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

2020年，受疫情冲击，国际主要经济体实施超宽松货币政策、运用流动性工具提供定向支持以及评估调整货币政策框架，使全球流动性极为宽裕。《报告》以专栏的形式，对大国货币政策的溢出效应进行分析，指出“全球流动性回流主要发达经济体的规模减少”。

作为全球第二大经济体，我国在2020年坚持正常货币政策，不再单纯是发达经济体宏观政策溢出效应的被动接受者。专栏总结到：“总的来看，坚持正常货币政策比较好地把握了稳增长和防风险的长期均衡”，但随着全球经济复苏，境外宽松货币政策将逐步退出，我国需要防范资本流出带来的风险。

■ **预计货币政策总体保持稳健，细化宏观审慎政策**

总体来说，央行认为在我国当下宏观形势总体向好，在全球总体实施超宽松货币政策的背景下，我国坚持“稳健的货币政策”，并且要“保持好正常货币政策空间的可持续性”。预计未来一段时间，央行货币政策仍将保持稳健中性态势。此外，央行重视银行存款管理，促进社会融资成本的降低，央行短期降息或加息概率都较低；未来有可能会进一步细化宏观审慎政策，加强对重要金融机构的监管，更加注重稳增长和防风险的平衡。

差异	四季度货币政策报告	三季度货币政策报告
经济形势判断	目前我国经济向常态回归，内生动能逐步增强，宏观形势总体向好。也要看到，国际经济金融形势仍然复杂严峻，境内外疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，国内经济恢复基础尚不牢固。	我国已转向高质量发展阶段，继续发展具有多方面优势和条件。也要看到，国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增加，国内经济面临不少挑战，经济运行还存在一些结构性、体制性、周期性问题，发展不平衡不充分问题仍然突出。
货币政策	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。	稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，更好适应经济高质量发展需要，更加注重金融服务实体经济的质量和效益。
利率市场化	健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，深化贷款市场报价利率改革，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。	健全市场化利率形成和传导机制，深化贷款市场报价利率改革，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动社会融资成本明显下降。
存款管理	加强存款管理，维护存款市场竞争秩序；督促整改不规范存款创新产品；将结构性存款保底收益率纳入自律管理；加强。 对异地存款的管理。	发挥好市场利率定价自律机制作用，规范存款利率定价行为，强化对各类贷款主体贷款年化利率明示的自律，维护公平定价秩序和市场公平竞争。
宏观审慎政策	建立逆周期资本缓冲机制；初步构建金融控股公司监管制度框架；完善系统重要性金融机构监管框架；建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度；发挥好宏观审慎评估（MPA）在优化信贷结构和促进金融供给侧结构性改革中的作用；调整跨境融资宏观审慎调节参数；适时调整外汇风险准备金率。	发挥好宏观审慎评估（MPA）在优化信贷结构和促进金融供给侧结构性改革中的作用；适时调整外汇风险准备金率；建立逆周期资本缓冲机制；推动金融控股公司规范发展。

社会融资规模	社会融资规模合理增长；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。	社会融资规模增速合理增长；保持广义货币供应量和社会融资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。

数据来源：央行、东莞证券研究所

■ 风险提示

经济不及预期，海外疫情恶化。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真:（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn