# 灵活精准不急转弯，注重防风险稳杠杆

## ——四季度货币政策执行报告点评

**事件：**

2 月 8 日央行发布《2020 年四季度货币政策执行报告》。

**报告要点：**

- **货币政策强调“灵活精准、合理适度”**

**从货币政策总基调看，着重强调货币政策要“灵活精准、合理适度”，整体基调以“稳杠杆，防风险”为主。**在报告中央行继续强调“把好货币供应总闸门”，保持流动性合理充裕并保持整体宏观杠杆率的基本稳定。同时提到要发挥好结构性货币政策工具的精准滴灌作用。此外央行在总体基调中新增对于汇率看法，强调“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

- **经济形势判断：海外经济风险上升，国内经济整体向好**

**对于经济形势的判断上，央行认为海外经济风险上升，国内经济整体向好。**海外经济环境虽有所复苏但全球经济不确定性仍较大；同时伴随海外大规模刺激政策的出台，海外金融市场潜在风险加大。反观国内经济随着疫情基本得到控制以及基本面持续修复，我国经济向常态回归，宏观形势总体向好。但同时也要看到受国内外疫情仍存较大不确定性，海外金融市场风险隐患仍然较大以及消费恢复或不及预期的影响，国内经济恢复基础尚不牢固。

- **流动性：提升市场利率波动，回归利率走廊管理**

**从流动性角度看，央行在这次报告中提及“把好货币供应总闸门，将经济保持在潜在产出附近”，同时强调“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波动”。**我们认为其中“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波动”的表述体现出央行对于市场利率波动幅度容忍度的提升，意图回归利率走廊管理，打破市场对于央行的过度依赖与一致预期。

- **强调防范金融系统性风险的重要性**

**进一步强调防范金融系统性风险的重要性。**本次报告继续提及“健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系”，以及“坚决守住不发生系统性金融风险的底线”。同时央行以专栏的形式讨论了需合理评估居民部门债务风险并在报告中继续强调“房住不炒”。**我们认为在防范金融系统性风险，稳杠杆的大背景下，今年社融同比增速或将回落至 12%左右。此外今年信贷投向或会出现分化。**

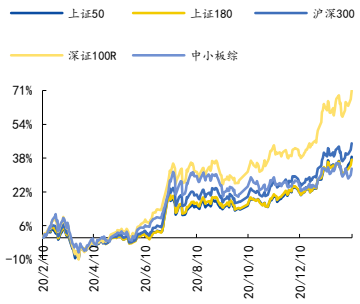
整体上看，在四季度货币政策执行报告中，央行充分肯定了 2020 在疫情冲击下宏观经济稳定恢复，货币政策保持稳健。继续强调“把好货币供应总闸门”，“将经济保持在潜在产出附近”，并引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率波动。同时讨论了对维持汇率稳定的看法。此外央行着重强调了稳杠杆，防范金融系统性风险的重要性。**我们认为本次执行报告是对 2021 年货币政策维持“稳字当头”，保持战略定力，“不左不右”的进一步确认，下一步央行将以“防风险，稳杠杆”作为自身的工作重心。预计短期内为应对经济复苏中的不确定性，货币政策不会出现快速大幅转弯，仍将保持流动性合理充裕，但亦难出现类似降准、降息的大幅放水操作。**

风险提示：货币政策超预期，疫情发展超预期，通胀超预期

**主要数据：**

| | |
|---|---|
| 上证综指： | |
| 深圳成指： | 15630.57 |
| 沪深 300： | 5686.25 |
| 中小盘指： | 4549.40 |
| 创业板指： | 3334.24 |

**主要市场走势图**




资料来源：Wind

**相关研究报告**

《国元宏观-央行操作克制，市场预期转向-宏观流动性单周报(第 16 期)》2021.02.08

《国元宏观-PMI 超季节性回落，疫情反复拖累生产消费-1 月 PMI 点评》2021.02.01

**报告作者**

分析师 徐颖
执业证书编号 S0020520070001
邮箱 xuying@gyzq.com.cn
电话 021-68880637-2174

## 内容目录

货币政策“稳字当头”，结构性问题犹存.....错误!未定义书签。

## 图表目录

表 1：央行货币政策执行报告变化一览..... 4

## 灵活精准不急转弯，注重防风险稳杠杆

2021 年 2 月 8 日晚，央行发布《2020 年四季度货币政策执行报告》。我们认为本次报告有以下要点值得关注。

**从货币政策总基调看，着重强调货币政策要“灵活精准、合理适度”，坚持“稳字当头，不急转弯”，把握好货币政策的时度效，整体基调以“稳杠杆，防风险”为主。**在报告中央行继续强调“把好货币供应总闸门”，保持流动性合理充裕并保持整体宏观杠杆率的基本稳定。同时央行在报告中提到要发挥好结构性货币政策工具的精准滴灌作用，并努力构建金融有效支持实体经济的体制机制，进一步加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持力度。此外央行在总体基调中新增对于汇率看法，强调“增强人民币汇率弹性，加强宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

**对于经济形势的判断上，央行认为海外经济风险上升，国内经济整体向好。**海外经济环境虽有所复苏但全球经济不确定性仍较大；同时伴随海外大规模刺激政策的出台，海外金融市场潜在风险加大。反观国内经济随着疫情基本得到控制以及基本面持续修复，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。但同时也要看到受国内外疫情仍存较大不确定性，海外金融市场风险隐患仍然较大以及消费恢复或不及预期的影响，国内经济恢复基础尚不牢固。

**从市场利率角度看，央行在这次报告中提及“把好货币供应总闸门，将经济保持在潜在产出附近”，同时强调“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波动”。**我们认为其中“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波动”的表述有别于三季度货币政策执行报告中“引导市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行”，体现出央行对于市场利率波动幅度容忍度的提升，意图回归利率走廊管理，打破市场对于央行的过度依赖与一致预期。可以看到 1 月 23 至 1 月 29 日在央行大幅净回笼 4755 亿元，“地量”续作以及市场宽松预期打破的大背景下，资金利率于 1 月 28-29 日出现大幅飙升，R001 在 1 月 29 日达到 6.59%，有效遏制了前期在货币政策宽松一致预期下的资金套利行为。

**进一步强调防范金融系统性风险的重要性。**本次报告继续提及“健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系”，以及“坚决守住不发生系统性金融风险的底线”。同时央行以专栏的形式讨论了需合理评估居民部门债务风险，在专栏中提及应当高度警惕居民杠杆率过快上升的透支效应和潜在风险，不宜依赖消费金融扩大消费；同时在报告中继续强调“房住不炒”，实施好房地产金融审慎管理制度并完善金融支持住房租赁政策体系。**我们认为在防范金融系统性风险，稳杠杆的大背景下，今年社融同比增速或将回落至 12%左右。此外今年信贷投向或会出现分化，消费贷款及地产贷款增量规模或将承压，而制造业企业贷款以及针对科技创新、小微企业、绿色发展的金融贷款将边际增长。**

**同时在本次报告中央行以专栏的形式提到加强对于金融机构存款的管理力度。**央行强调为了“维护存款市场竞争秩序”以及“有序推进利率市场化改革营造良好条件”，要求金融机构严格执行存款利率和计结息管理规定，同时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并加强对异地存款的管理，在一季度将地方法人银行吸收异地存款情况纳入宏观审慎评估（MPA）。以上一些列举措体

现央行规范金融市场秩序以及防止居民杠杆率过快上升的决心。

整体上看，在四季度货币政策执行报告中，央行充分肯定了 2020 在疫情冲击下宏观经济稳定恢复，货币政策保持稳健。强调货币政策要坚持“灵活精准、合理适度”，要综合运用多种货币政策工具来满足金融机构合理的流动性需求。继续强调“把好货币供应总闸门”，“将经济保持在潜在产出附近”，并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波动。同时讨论了对维持汇率稳定的看法。此外央行着重强调了稳杠杆，防范金融系统性风险的重要性，央行对消费金融以及金融市场秩序规范的关注度提升。**我们认为本次执行报告是对 2021 年货币政策维持“稳字当头”，保持战略定力，“不左不右”的进一步确认，下一步央行将以“防风险，稳杠杆”作为自身的工作重心。预计短期内为应对经济复苏中的不确定性，货币政策不会出现快速大幅转弯，仍将保持流动性合理充裕，但亦难出现类似降准、降息的大幅放水操作。**

风险提示：货币政策超预期，疫情发展超预期，通胀超预期

**表 1：央行货币政策执行报告变化一览**

| | | 2020Q4 | 2020Q3 |
|---|---|---|---|
| **货币政策总基调** | | 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。**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。发挥好结构性货币政策工具的精准滴灌作用，构建金融有效支持实体经济的体制机制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持。**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。发挥市场供求在汇率形成中的决定性作用，**增强人民币汇率弹性，加强宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。**加强监测分析和预期管理，保持物价水平基本稳定。 | 稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，更好适应经济高质量发展的需要，更加注重金融服务实体经济的质量和效益。**完善货币供应调控机制，把好货币供应总闸门**，根据宏观形势和市场需要，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，保持流动性合理充裕。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。尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定。**打好防范化解重大金融风险攻坚战，健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，维护金融安全，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。 |
| **央行经济形势判断** | **全球** | **全球经济缓慢复苏。**与此同时，**疫情冲击引发财政可持续风险和金融风险隐患上升**，对全球经济结构、国际贸易和投资也产生了深远的影响，**可能存在长期伤痕效应。** | **全球经济总体延续复苏态势，**部分经济体经济指标继续边际改善，**也要看到近期新冠疫情反复，未来仍面临不确定性。** |
| | **国内** | 中长期看，经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变。**我国经济向常态** | **经济增长好于预期，供需关系逐步改善，市场活力动力增强。**中长期看，我国经 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | | **回归，内生动能逐步增强，宏观形势总体向好。** | 济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变。 |
| **货币政策执行回顾** | **流动性** | 保持银行体系流动性合理充裕。**引导市场利率围绕央行政策利率波动。适时开展中期借贷便利和常备借贷便利操作。**对冲新冠肺炎疫情影响，加大货币信贷支持力度。**降低金融机构存款准备金率。** | 保持银行体系流动性合理充裕，**引导货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行。**开展中期借贷便利和常备借贷便利操作。加大对冲新冠肺炎疫情影响的货币信贷支持力度。 |
| | **宏观审慎** | 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。** | 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。** |
| | **信贷** | 积极运用支农、支小再贷款、再贴现和抵押补充贷款等工具 ,引导金融机构加大对小微、民营企业、“三农”、扶贫等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。 | 积极运用信贷政策支持再贷款、再贴现和抵押补充贷款等工具，引导金融机构加大对小微、民营企业、“三农”、扶贫等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。 |
| **货币政策展望** | | 一是稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。**综合运用多种货币政策工具，满足金融机构合理的短期、中期、长期流动性需求，操作上精准有效，既保持流动性合理充裕，也不搞大水漫灌。**把好货币供应总闸门，**将经济保持在潜在产出附近。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波动。二是发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的精准滴灌作用。落实碳达峰、碳中和重大决策部署，做好政策设计和规划，建立政策激励约束体系，引导金融资源向绿色发展领域倾斜。**三是构建金融有效支持实体经济的体制机制。**加大对种业发展、粮食安全等农业重点领域的信贷投放。依法合规拓宽农村抵质押物范围，创新农村金融产品和服务。牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段。** | 一是稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。**把好货币供应总闸门，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，支持经济向潜在产出回归。**二是进一步落实和发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的牵引带动作用，强化对稳企业保就业的金融支持。**三是构建金融有效支持实体经济的体制机制。牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。** |
| **专栏** | | 加强存款管理 维护存款市场竞争秩序 | 正确理解中央银行资产负债表与货币供应的关系 |

| | | |
|---|---|---|
| | 发展绿色金融推动实现碳达峰和碳中和目标 | 直达实体经济的货币政策工具落地见效 |
| | 大国货币政策的溢出效应 | 走向更加市场化的人民币汇率形成机制 |
| | 合理评估居民部门债务风险 | 我国宏观政策有力支持经济复苏 |

资料来源：央行货币政策执行报告，国元证券研究所

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

## 投资评级说明：

| （1）公司评级定义 | | （2）行业评级定义 | |
|---|---|---|---|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

## 分析师声明

作者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、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所


| 合肥 | 上海 |
|---|---|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编： 230000 | 邮编： 200135 |
| 传真： （0551）62207952 | 传真： （021）68869125 |
| | 电话： （021）51097188 |