日期：2021 年 02 月 09 日

稳字当头 不急转弯

——2020 年四季度货币政策报告解读

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ **主要观点：**

央行认为经济向常态回归，内生动力逐步增强，宏观形势总体向好。预期较为乐观，经济的常态回归也为政策的常态回归奠定了基础。

对于下一阶段的政策思路，央行认为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。较三季度报告中更加强调了稳字当头，不急转弯，也延续了中央经济工作会议的论调，要保持对于经济恢复的必要支持力度，但同时出于防风险以及可持续性要求，再宽松空间不大。把好货币供给总闸门，将经济保持在潜在产出附近，而三季度报告为“支持经济向潜在产出回归”。表述的变化反映出四季度经济已回升至潜在产出附近，未来的目标是保持，而非进一步刺激。发挥好结构性货币政策工具的精准滴灌作用。结构性政策将会是未来主要的政策手段，要加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持。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（三季度为“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”），与四季度例会的要求相一致，表明央行对于当前降成本的效果满意，未来更加注重综合成本的稳中有降，而非单纯依赖货币手段。

整体来看，此次货币政策报告透露了最重要的信息就是以稳为主，也就是说政策再加码可能性不大，而政策急转弯收紧也不可取。尤其在流动性方面，央行也在苦口婆心地安抚市场情绪，认为不应过度关注公开市场操作量的变化。文中虽未明确提到政策退出问题，但经济回归常态也为政策回归常态奠定了基础。央行的表态也说明了未来在政策正常化进程中，保持相对谨慎和平稳的节奏，保持宏观杠杆率的基本稳定。

事件：2020 年四季度货币政策报告发布

2021 年 2 月 8 日，央行发布了四季度货币政策执行报告。

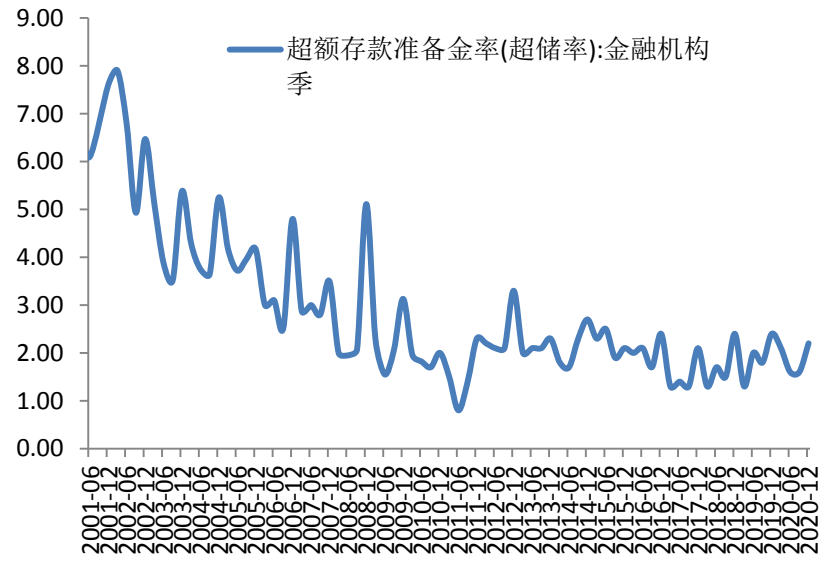
事件解析：

正文中分为 5 大部分，包括：货币信贷状况、货币政策操作、金融市场运行、宏观经济形势、货币政策趋势以及 4 个专栏，全方位概括了全年的货币政策执行情况以及下一阶段的操作思路，要点如下：

1. 流动性合理充裕

央行根据疫情防控以及经济社会阶段恢复性特点，及时调整政策力度和节奏，保持流动性总量与市场需求相匹配。具体来看，既保障了疫情突发阶段维护金融体系正常运行和支持“保供”、复工复产的应急性流动性需求，又根据经济社会发展恢复进程及时把握好流动性支持力度，逐步将流动性总量恢复到正常合理水平。另外还加强了预期管理，引导市场利率围绕政策利率波动。由于市场预期平稳使得金融机构对流动性的预防性需求减少，2020 年末金融机构超额准备金率为 2.2%，比上年末低 0.3 个百分点，但较 9 月回升 0.6 个百分点。

图 1：超储率（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

2. 贷款利率显著下降

贷款加权平均利率为贷款加权平均利率为 5.03%，同比下降 0.41 个百分点，创有统计以来新低。其中，一般贷款加权平均利率为 5.30%，同比下降 0.44 个百分点。企业贷款加权平均利率为 4.61%，同比下

降 0.51 个百分点，超过同期降幅，连续两个月创有统计以来新低。LPR 改革引导贷款利率下行的效果显著。9 月贷款利率的短时上升或主要与票据融资利率上升有关，贷款利率下行趋势不变。

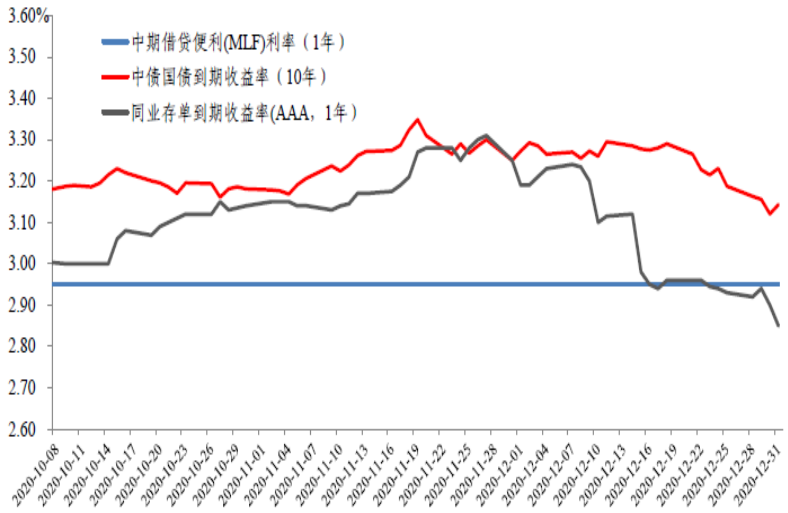
3. 专栏一：加强存款管理

专栏一中央行讨论了维护存款市场竞争秩序，有利于保持金融机构负债成本合理稳定，促进降低社会融资成本。由此央行针对当前的一些存款创新产品、结构性存款以及异地存款加强了管理。央行强调要维护存款市场的有序竞争，保持银行负债端成本稳定。而存款基准利率作为利率体系的“压舱石”，要长期保留。2015 年央行已放开了存款利率浮动上限，而 LPR 的改革也推动了存款利率的下行。但此次央行再次明确了存款基准利率的压舱石作用，也是为了避免市场市场化进程中银行间的非理性竞争，也有助稳定银行负债端成本。

4. 引导市场利率围绕政策利率波动

在三季度报告中，央行提到的是要引导市场利率围绕政策利率平稳运行，而此次则采用了围绕政策利率波动的描述，体现出了央行对于市场利率波动加大的容忍性在提高。在央行的操作下，短期利率围绕 7 天逆回购利率合理波动，而 MLF 作为中期政策利率对国债利率以及同业存单利率的引导效果增强。

图 2：同业存单以及国债利率向 MLF 利率靠拢（%）

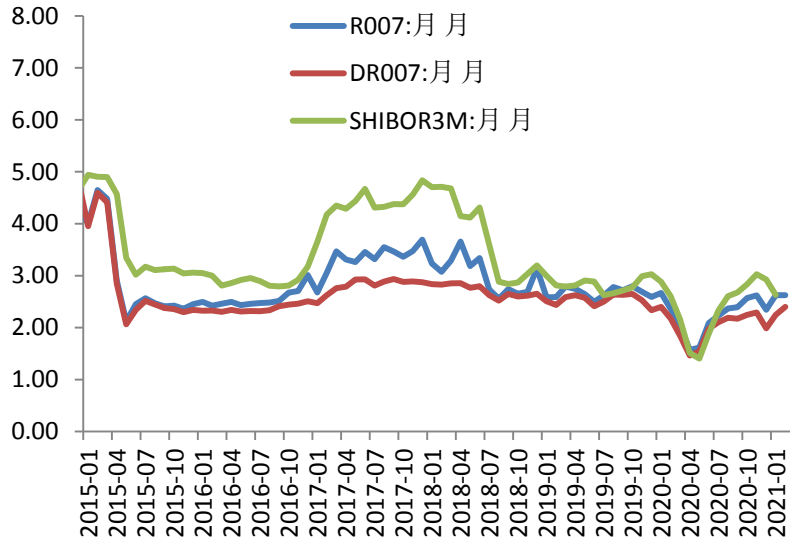


数据来源：央行四季度货币政策报告，上海证券研究所

另外央行还强调判断短期政策利率走势还是要以政策利率为主，也就是公开市场操作 7 天逆回购利率是否发生变化，而不应过度关注公开市场操作量。公开市场操作量会根据财政、现金等临时性因素和市场需求灵活调整，并不能完全反映市场利率走势，也不代表央

行政策利率变化。其次应该关注主要利率指标（DR007）的加权平均利率水平，以及 DR007 在一段时期的平均值，而不是个别机构的成交利率或受短期因素扰动的时点值。央行的这一段似乎是回应了节前操作规模不及预期，尤其是 1 月底资金的异常紧张引发政策转向担忧。而根据央行的说法，DR007 在经历了短时回升后，再次回到了政策利率附近，且政策利率维持不变，市场利率虽有回升，但仍以稳为主。

图 3：市场利率水平（%）

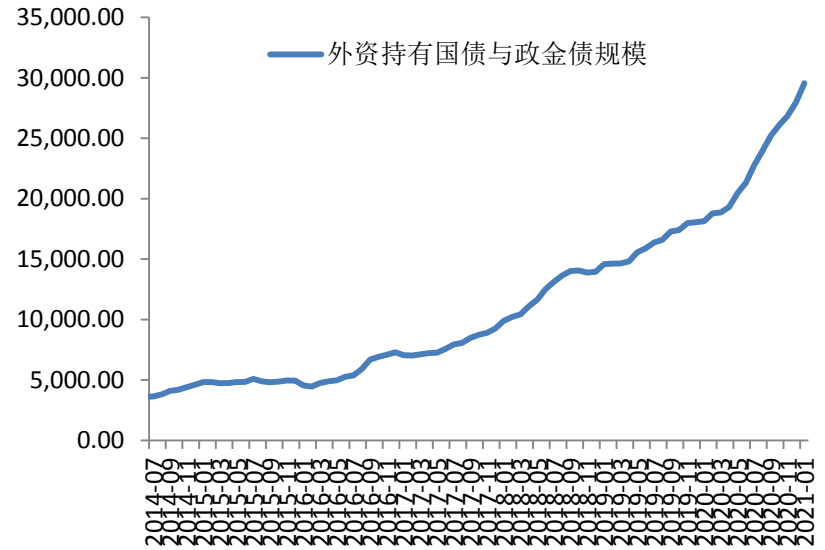


数据来源：wind，上海证券研究所

5. 专栏三：货币政策溢出效应

央行在专栏三种讨论了货币政策溢出效应。为应对疫情，主要经济体央行出台大规模货币刺激措施，全球流动性极为宽裕。对于我国而言，境外宽松货币政策溢出效应主要体现在外资加速流入我国债券市场。而未来随着疫情得到控制，经济复苏，宽松政策届时可能退出，资本流向发生变化或对我国市场稳定产生一定风险，需要防范。而我国坚持正常货币政策，把握好了稳增长与防风险的长期均衡，并且经济实现了正增长，有利于带动全球经济复苏，实现正向溢出。

图 4：外资加速流入债券市场（亿元）



数据来源：wind，上海证券研究所

6. 疫情仍然是影响 2021 年全球经济走势的最大不确定因素

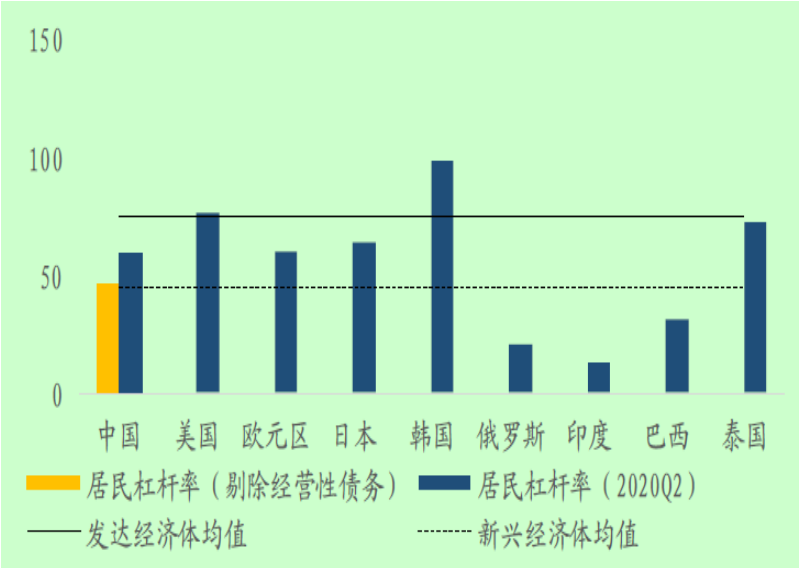
对于世界经济形势，央行认为疫情仍然是影响 2021 年全球经济走势的最大不确定因素，无论是病毒的变异、疫苗有效性、负作用和民众接种意愿均存在不确定性，可能会扰动经济复苏进程。疫情长期延续还可能导致产业链、供应链以及国际贸易投资格局发生调整，进而对全球劳动生产率、通货膨胀等产生深远影响。

其余央行还提到了发达国家长期宽松，边际效用递减，资产泡沫和债务的问题，也就是政策可持续性面临挑战。金融市场风险持续积累、贸易保护问题、地缘政治风险也有提到。

7. 专栏四：居民债务风险可控，但空间已不大

央行特别讨论了居民债务风险问题，认为我国居民杠杆率上升主要源自房贷、消费贷、信用卡透支增长。根据 2020 年上半年末，BIS 口径的我国居民杠杆率为 59.1%，已接近欧元区和日本；但由于我国居民债务包含了部分经营性债务，而此类债务具有自偿性，类似企业债务，如剔除这类债务，同期居民杠杆率降至 46%左右，在国际上仍处合理水平。

图 5：居民债务率（%）



数据来源：央行四季度货币政策报告，BIS

整体来看，我国目前居民债务风险可控，但宏观空间已不大，要高度警惕居民杠杆率过快上升的透支效应和潜在风险。因此，坚持扩大内需这个战略基点，激发国内消费潜力，但不宜靠发展消费金融来扩大消费，要更多从促进就业、完善社保、优化收入结构、改善消费环境等方面发力，增强消费对经济高质量发展的基础性作用。

8. 经济展望：常态回归

对于国内经济展望，央行认为经济向常态回归，内生动力逐步增强，宏观形势总体向好。预期较为乐观，经济的常态回归也为政策的常态回归奠定了基础。但也提到了国际经济金融形势仍然复杂严峻，国内外疫情存在诸多不确定性，国内经济恢复基础尚不牢固。国内疫情多发，对消费恢复带来不确定；宏观杠杆率阶段上升、不良贷款上升等信用风险滞后显现，与三季度报告中提到的风险点基本相同。

9. 物价形势：运行在合理区间

央行特别提到了 2020 年第四季度以来，我国 CPI 降至零附近运行、个别月份为负，主要受疫情、猪肉价格波动、高基数等因素影响，2021 年初还会受到春节错位的扰动，这些影响是短期、暂时的，待基数效应和供给扰动逐渐消退后，CPI 有望回升趋稳。与此同时，随着我国内生增长动能增强，工业生产持续回暖向好，2020 年第四季度以来生产资料价格加快上涨，PPI 同比降幅进一步收窄，短期内有望转正。未来仍需要关注疫情演进对供需两端的冲击还有不确定性。

10. 下一阶段：稳字当头，不急转弯

对于下一阶段的政策思路，央行认为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。较三季度报告中更加强调了稳字当头，不急转弯，也延续了中央经济工作会议的论调，要保持对于经济恢复的必要支持力度，但同时出于防风险以及可持续性要求，再宽松空间不大。

以“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”为目标，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。把好货币供给总闸门，将经济保持在潜在产出附近，而三季度报告为“支持经济向潜在产出回归”，表述的变化反映出四季度经济已回升至潜在产出附近，未来的目标是保持，而非进一步刺激。

发挥好结构性货币政策工具的精准滴灌作用。结构性政策将会是未来的主要政策手段，要加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持。

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（三季度为“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”），与四季度例会的要求相一致，表明央行对于当前降成本的效果满意，未来更加注重综合成本的稳中有降，也非单纯依赖货币手段。

整体来看，此次货币政策报告透露了最重要的信息就是以稳为主，也就是说政策再加码可能性不大，而政策急转弯收紧也不可取。尤其在流动性方面，央行也在苦口婆心地安抚市场情绪，认为不应过度关注公开市场操作量的变化。文中虽未明确提到政策退出问题，但经济回归常态也为政策回归常态奠定了基础。央行的表态也说明了未来在政策正常化进程中，保持相对谨慎和平稳的节奏，保持宏观杠杆率的基本稳定。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。