宏观研究

货币政策“稳”字当头，利率围绕中枢波动

——点评第四季度货币执行报告

宏观事件点评　　2021 年 02 月 09 日

报告摘要：

央行表明货币政策“稳”字当头，引导市场利率围绕央行政策利率波动；同时保持“货币币值稳定”，体现在维持物价、房价和股市资产稳定。加强存款管理，维护存款市场竞争秩序，降低负债成本并保持合理稳定，推进利率市场化定价。

- **央行认为我国经济向常态回归，内生动能逐步增强，宏观形势总体向**

2020 年第四季度经济同比增长 6.5%，中国是 2020 全球唯一实现经济正增长的主要经济体，过去 10 年对世界经济增长实质贡献平均达到 30%左右，宏观政策溢出效应显现，有利于带动全球经济恢复。

- **我国是少数实施“正常货币政策”的主要经济体，有货币溢出效应**

由于我国货币正常化相对其他国家较早，境外宽松货币政策的溢出效应补充了当下我国境内的流动性。所以境内流动性松紧要综合考虑央行回笼资金，和境外主要经济体央行宽松政策对我国资本市场流动性的补充。同时，相比我国正常货币政策较为安全，主要发达经济体货币政策零利率或负利率，导致货币政策边际效用递减，可能存在加重资产价格泡沫、贫富分化和债务负担等问题。

- **货币政策“稳”字当头，引导市场利率围绕央行政策利率波动**

货币政策执行报告继续强调要引导市场利率围绕公开市场操作利率波动，对于短期利率来说，这意味着 DR007 的中枢依然会是 2.2%，短端资金价格中枢不会抬升。对于中长期利率来说，如果 MLF 利率不变，整个市场利率围绕 MLF 利率波动，货币市场利率的波动以及债券市场利率波动会减小。

此外，保持“货币币值稳定”，体现在维持物价、房价和股市资产稳定。当下 CPI 处于相对合理的区间，不太值得担心，央行也相应对房价也提出了收紧政策。

- **加强存款管理，维护存款市场竞争秩序，保证银行负债成本合理稳定**

在利率市场化改革中，此项行为显现央行在推进“存款利率市场定价自律机制”。存款作为银行的负债端，更加市场化和良性的竞争机制，有利于银行负债成本下降，规模更好地实现良性增长。

- **加强对绿色金融的支持，支持消费，但不宜靠发展消费金融来扩大消费**

央行表明，要用好结构性货币政策工具，发展绿色金融，推动实现碳达峰和碳中和目标。消费方面，要警惕居民杠杆率过快上升的透支效应和潜在风险，支持消费，但不宜靠发展消费金融来扩大消费。

- **风险提示：**

全球疫情传播持续恶化。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：　S0100519040001

电话：　010-85127665

邮箱：　xieyunliang@mszq.com

相关研究

2 月 8 日，央行发布 2020 第四季度货币政策执行报告。我们解读如下。

1 央行认为我国宏观形势总体向好

央行认为我国经济正向常态回归，内生动能逐步增强，宏观形势总体向好。国际经济金融形势仍然复杂严峻，国内外疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，因此，国内经济恢复基础尚不牢固。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。

第一，2020 年第四季度经济同比增长 6.5%。中国是 2020 全球唯一实现经济正增长的主要经济体，过去 10 年对世界经济增长实质贡献平均达到 30%左右，宏观政策溢出效应显现，有利于带动全球经济恢复，不再单纯是发达经济体宏观政策溢出效应的被动接受者。央行指出，我国 2020 年第四季度经济同比增长 6.5%，全年同比增长 2.3%，国内生产总值 101.6 万亿元，分季度看，一季度同比下降 6.8%，二、三、四季度分别同比增长 3.2%、4.9%、6.5%。

第二，我国是少数实施“正常货币政策”的主要经济体之一。货币正常化主要体现在：（1）利率保持在合理区间，没有采取零利率甚至负利率。相比之下，美联储、英格兰银行和加拿大央行将政策利率降至零附近。（2）央行资产负债表规模基本稳定，有利于银行货币创造的市场化功能正常有效发挥。相较美联储、日本央行承诺无限量购买国债，欧央行扩大资产购买操作（APP），新设“紧急抗疫购债计划”（PEPP）。（3）宏观杠杆率和货币信贷增速远低于 2009 年应对国际金融危机时期。**主要发达经济体货币政策长期宽松，或导致货币政策边际效用递减，反而加重资产价格泡沫、贫富分化和债务负担等问题，我国相对处于较为安全的区间。**

我国货币正常化相对其他国家较早，境外宽松货币政策的溢出效应补充了当下我国境内的流动性。央行专门开辟专栏《大国货币政策的溢出效应》解释，当全球的货币环境极其宽松，我国货币政策正常化，会导致境外货币政策溢出，资本流入我国：由于我国率先控制疫情、率先复工复产、率先实现经济正增长，2020 年境外资金流入我国债券市场超过 1 万亿元，60%以上是境外央行的长期资金，购买的主要品种是国债和政策性金融债。**所以，我国央行境内流动性政策偏向收紧，可能吸纳一部分国际资金导致流动性环境未必偏紧。因此，境内流动性松紧要综合考虑央行回笼资金，和境外主要经济体央行宽松政策对我国资本市场流动性的补充。**如果主要经济体宽松政策退出，资本流动方向可能发生变化，要注意相关风险。

第三，经济向常态回归，内生动能逐步增强，宏观形势总体向好，但考虑到外疫情变化，国内经济恢复基础尚不牢固。近期工业生产明显升温，出口动能保持强劲，制造业投资趋于回暖，消费总体呈现恢复态势，就业民生得到较好保障，市场预期稳定，经济运行中的积极因素增多。但进入冬季后，国内多地出现聚集性疫情，可能给消费恢复带来不确定扰动。宏观杠杆率因疫情应对出现阶段性上升，不良贷款上升等信用风险可能滞后显现，区域性金融风险隐患仍然存在。

第四，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，央行提高 MLF 的利率可能性较低。2020 年我国 CPI 走势呈现前高后低、逐季下行的特征，全年 CPI 同比上涨 2.5%，总体处于合理区间。第四季度以来，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，还会有春节错位扰动，

但扰动过后，CPI 有望回升趋稳。2020 年，PPI 主要在负值区间运行，但随着工业生产稳定恢复、需求回暖，第四季度生产资料价格加快上涨，PPI 同比降幅收窄，短期内有望转正，全年呈“U”型走势。

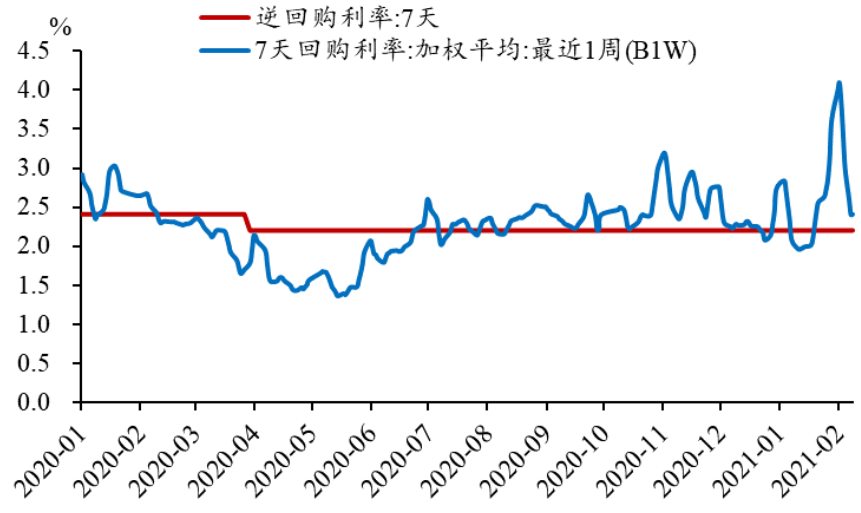
2 货币政策“稳”字当头，引导市场利率围绕央行政策利率波动。

央行表示要实施稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持“稳”字当头，保持“货币币值的稳定”，并以此促进经济增长。综合运用中期借贷便利、公开市场操作、再贷款、再贴现等多种货币政策工具，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。

第一，保持流动性合理充裕，“稳”字当头，引导市场利率围绕央行政策利率波动。中国人民银行表示：“进一步提高公开市场操作的连续性，通过每日操作持续释放央行短期政策利率信号，引导货币市场短期利率围绕公开市场 7 天期逆回购操作利率在合理区间波动。MLF 利率作为中期政策利率，对市场中长期利率的引导效果显现。”

对于短期利率来说，货币政策执行报告继续强调要引导市场利率围绕公开市场操作利率波动，这意味着 DR007 的中枢依然会是 2.2%，短端资金价格中枢不会抬升。如图 1，我们可以看到 1 月末短端利率 DR007 大幅上升，上周恢复正常，市场的忧虑有可能有所缓解。但央行也表示将保持流动性合理充裕，不搞大水漫灌，整体流动性将可能保持中枢平稳态势。

图 1：短期市场利率围绕政策利率波动



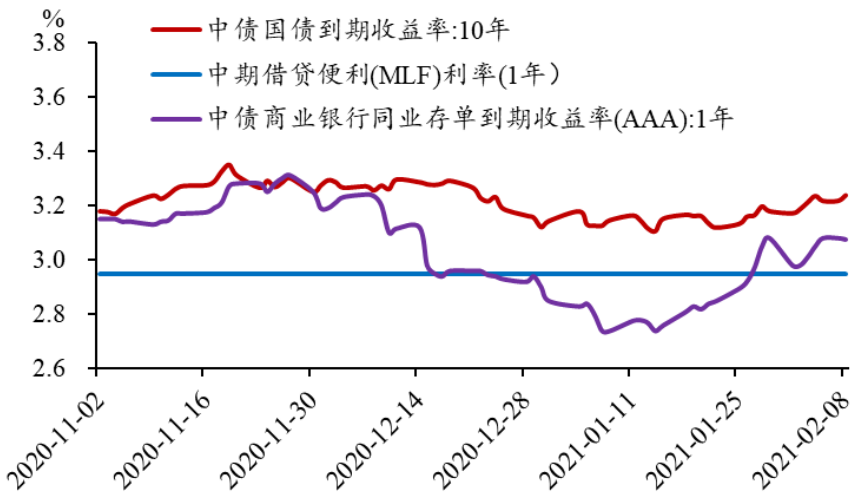
资料来源：Wind，民生证券研究院

对于中长期利率来说，如果 MLF 利率不变，整个市场利率围绕 MLF 利率波动，整个货币市场利率的波动以及债券市场利率波动会减小。如图 2，去年 11 月底和 12 月期间，信用违约事件发生叠加年底央行呵护流动性，同业存单利率从 3.3%左右回落至 2.8%低位，同期 MLF 在 2.95%左右，此后央行收紧流动性，同业存单利率又有所回升至 3.1%

左右，相比此前，更加向 MLF 利率靠拢。

如果 1 年期存单利率小于 1 年期 MLF，央行大概率可能进行资金的回笼流动性偏收紧，如果 1 年起存单利率大于 1 年期 MLF 利率，央行可能会释放流动性使得存单利率回归，并处于 MLF 的上下合理区间。

图 2：1 年期同业存单利率、国债收益率向 MLF 利率靠拢



资料来源：Wind，民生证券研究院

第二，加强存款管理，维护存款市场竞争秩序，保证负债成本合理稳定，有序推进利率市场化改革。央行开辟了专栏《加强存款管理，维护存款市场竞争秩序》，回顾了过去对存款利率进行管理的工作，表现在：**（1）促整改不规范存款创新产品：**2019 年以前，部分金融机构为吸收存款，发放了活期存款靠档计息、定期存款提前支取靠档计息和周期付息等“创新”产品，这些产品的实际利率水平明显超出同期限存款利率，违反了定期存款提前支取相关规定。为了维护存款市场稳定，截至 2020 年末，活期存款靠档计息产品余额较整改前（2019 年 12 月 16 日）压降超过 81%，对于定期存款提前支取靠档计息产品，相比较整改前（2019 年 12 月 16 日）将余额压降至零。**（2）将结构性存款保底收益率纳入自律管理：**中国人民银行将结构性存款保底收益率、结构性存款的整体预期收益率和兑付收益率，分别下调 1.18 个百分点、0.5 个百分点和 0.54 个百分点至 1.25%、3.09%和 3.03%。**（3）是加强对异地存款的管理：**中国人民银行将于 2021 年第一季度起，将地方法人银行吸收异地存款情况纳入宏观审慎评估（MPA）。

在利率市场化改革中，此项行为显现央行在推进“存款利率市场定价自律机制”。存款作为银行的负债端，更加市场化和良性的竞争机制，有利于银行负债成本下降，规模更好地实现良性增长。

第三，用好结构性货币政策工具，发展绿色金融，推动实现碳达峰和碳中和目标。央行开辟专栏《发展绿色金融推动实现碳达峰和碳中和目标》，解释绿色金融是指为支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用的经济活动，即对环保、节能、清洁能源、绿色交通、绿色建筑等领域的项目投融资、项目运营、风险管理等提供的金融服务。2020

年习近平总书记在第 75 届联合国大会一般性辩论上宣布，我国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。

同时，注重需求侧管理，坚持扩大内需，激发国内消费潜力，但不宜靠发展消费金融来扩大消费。央行开辟专栏《合理评估居民部门债务风险》讲述，要警惕居民杠杆率过快上升的透支效应和潜在风险。居民部门债务一般是消费性的，靠薪资收入偿债，透支未来的消费能力，不具有可持续性，相比企业获得融资后可以支持就业和消费，居民债务的后遗症显著大于企业债务。但由于我国我国大约有 20%的居民债务与经营性活动相关，剔除后我国居民杠杆率在国际上处于合理水平。在坚持“房住不炒”、强化消费金融监管的背景下，居民债务增速已从前几年超过 20%放缓至当前的 15%左右，居民杠杆率上升的速度亦有所放缓。

第四，保持“货币币值稳定”，体现在维持物价、房价和股市资产稳定。“保证货币币值的稳定”可以理解为预防通胀：当下 CPI 处于相对合理的区间，不太值得担心。而对于房市，不少房价在去年有过快增长的迹象，根据政策逻辑，央行也提出了一系列收紧政策，部分房贷额度收紧，热点地区房贷利率上调，房地产类贷款已经成为多家银行信贷规模压缩的重点领域。其中，广州房贷利率普遍上调，工农中建四大行的首套房贷利率调整为 LPR+55bp，二套房贷 LPR+75bp，而此前则是首套房 为 LPR+40bp，二套房则是 LPR+60bp，变更后首套房贷的利率为 5.2%，而二套房则为 5.4%。

风险提示

全球疫情传播持续恶化。

插图目录

图 1：短期市场利率围绕政策利率波动.....3
图 2：1 年期同业存单利率、国债收益率向 MLF 利率靠拢.....4

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。