全球央行月度观察

宏观经济报告

流动性最紧时期已过，但货币环境也不会过松

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 分析师 SAC 执业编号：S1130520110001
didingrong@gjzq.com.cn

一、流动性最紧时期已过，但货币环境也不会过松

- **近期货币市场利率明显上行。**1 月 29 日，DR001 升至 3.3%、DR007 升至 3.2%、R001 升至 6.6%、R007 升至 4.4%。传统上，由于超额准备金供需之前的波动，春节前流动性相对会呈现偏紧局面。但当前有所不同，与 2018-2020 年相比，货币市场利率上升幅度明显强于季节性（图表 2-5）。**近期相对偏高的货币市场利率水平，不能仅仅用春节、月末因素来解释，背后反映着随着经济扩张进入中后期阶段，货币政策呈现中性略偏紧的态势。我们预计流动性最紧时期已过，但货币环境总体不会呈现过松状态。**
- **近期央行流动性操作相对偏紧，实际上对流动性造成了扰动。**考虑到当前经济处于扩张中后期，央行不会采取降准方式来提供流动性，主要通过逆回购（7-14 天），以及 MLF 操作的方式来提供流动性，并没有采取临时性流动性工具（如 2017 年）。与此前几年相比，央行流动性操作相对偏紧，实际上也对流动性造成了扰动。
- **当前经济扩张进入中后期阶段，通胀将温和上升，货币政策回归常态化，呈现中性略偏紧态势，预计不会主动加息，但信用扩张速度将明显放缓。**2020 年四季度实际 GDP 继续回升，同比 6.5%，季调环比 2.6%，全年实现 GDP 增长 2.3%，经济已恢复至潜在增速水平。经济扩张进入中后期阶段，经济内生动力明显加强，表现在消费、制造业投资回升幅度加快，但地产、基建将边际减速，预计全年通胀呈现上升趋势，当相对温和，货币政策将呈现中性略偏紧的态势。历史上我国的 M2 增速和信贷增速基本匹配的时候，对应着常态化货币政策阶段。常态化货币政策背景下，预计信用扩张速度将有所放缓。随着货币政策逐步回归常态化，叠加部分逆周期调节工具的退出（再贷款和创新直达工具等），以及政府债券发行量可能有所下降，今年社融增速、信贷增速将会放缓并回落，宏观杠杆率的波动将会更加平滑，稳杠杆将成为重要任务之一。**全年来看，2020 年新增社融 34.86 万亿元，基本接近我们年初预估的 35 万亿元水平。可以看到 2020 年疫情冲击下，货币政策量的宽松非常明显。往前看，随着经济复苏继续延续，货币政策继续回归正常化，政策利率上调可能性相对不大，但信用扩张增速将逐步放缓。预计今年社融存量增速或将回落至 11%左右，新增社融预计在 30-33 万亿元；M2 增速或将降至 9.5%左右。信贷增速将放缓至 10-11%，新增人民币贷款预计为 18-20 万亿元。**

二、全球央行观察

- **美联储：**主席鲍威尔表示美联储远没有考虑“退出”超宽松的货币政策。
- **欧央行：**拉加德表示欧元区通胀“仍然非常低”，预计负通胀将持续到 2021 年初。
- **日本央行：**黑田东彦表示不太可能改变原有货币政策走向，且目前因疫情陷入衰退的日本经济也使得维持当前刺激计划几乎是唯一的选择。

三、文献推荐

- 货币政策与金融稳定；价格水平风险和替代货币政策策略的一些长期影响；货币政策预期、基金经理和基金回报:来自中国的证据（FED）。

风险提示：国内外疫情发展存在不确定性；政策应对措施和方法不当等

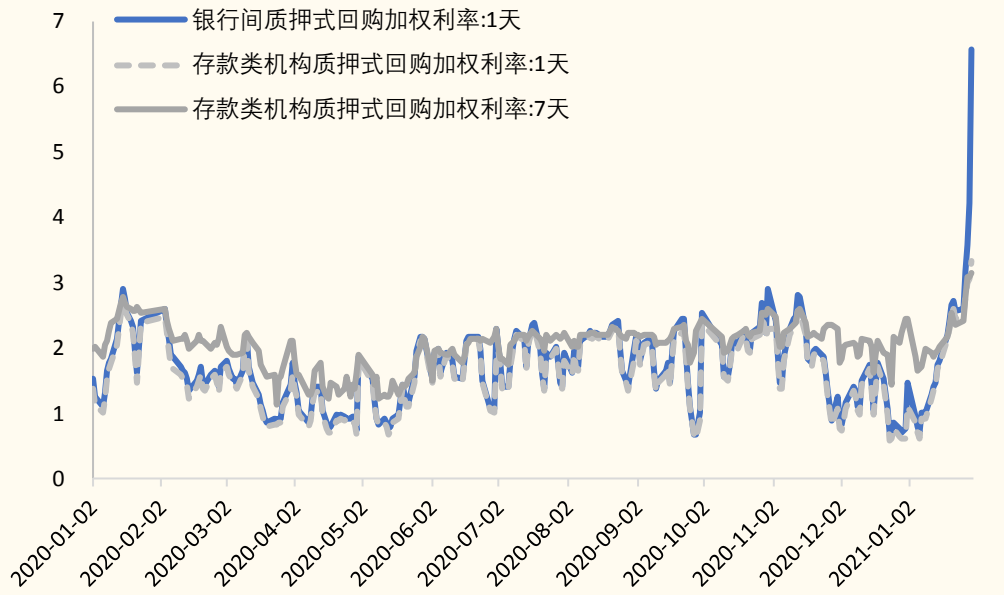
正文如下：

一、流动性最紧时期已过，但货币环境也不会过松

近期货币市场利率明显上行。1 月 29 日，DR001 升至 3.3%、DR007 升至 3.2%、R001 升至 6.6%、R007 升至 4.4%。传统上，由于超额准备金供需之前的波动，春节前流动性相对会呈现偏紧局面。但当前有所不同，与 2018-2020 年相比，货币市场利率上升幅度明显强于季节性（图表 2-5）。**近期相对偏高的货币市场利率水平，不能仅仅用春节、月末因素来解释，背后反映着随着经济扩张进入中后期阶段，货币政策呈现中性略偏紧的态势。我们预计流动性最紧时期已过，但货币环境总体不会呈现过松状态。**

理论上，超额准备金供需均衡决定了短期利率水平。超额准备金供给方面，从整体来看，央行是准备金的唯一供给方，金融机构之间的拆借并不改变超额准备金总量，财政存款、现金、外汇占款的波动也是影响供给的重要因素；超额准备金需求方面，金融机构资产负债表的扩张速度、清算需求、季节性因素等决定了超额准备金的需求。

图表 1：近期货币市场利率明显上行（%）

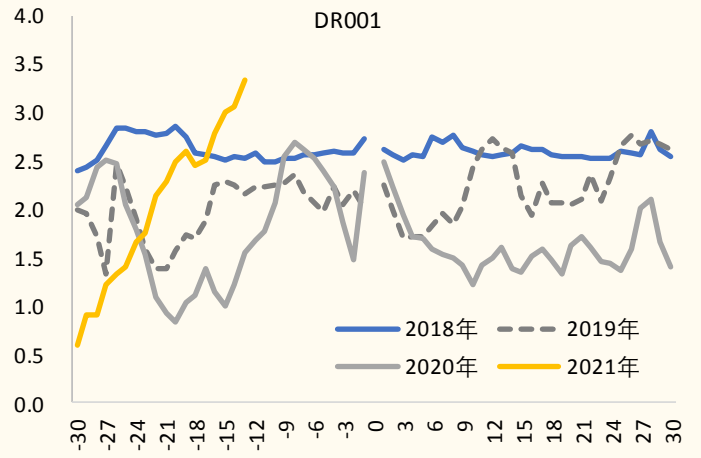


来源：Wind，国金证券研究所

春节前超额准备金供需均对流动性形成扰动。从超额准备金供需角度，春节前影响流动性的因素主要包括财政存款的增加、流通中现金的增加，与因银行贷款量扩张，存款派生带来的超额准备金冻结。这些问题实际上很长时间都是存在的。但是在 2014 年前后表现形式有所不同，2002-2012 年，外汇占款大规模流入下，超额准备金供给主要受到外汇占款影响，主要表现为超额准备金供给的过剩；2014 年以来，随着外汇占款回归正常化，其他因素对超额准备金供需开始起到主导作用。春节前超额准备金供需扰动因素包括：财政存款的增加、流通中现金的增加，与因银行贷款量扩张，存款派生带来的超额准备金冻结。具体来看：（1）春节前往往现金需求会增加，居民在春节前会增加现金的需求，同时包括企业加速回款，发工资、奖金等因素均会增加现金的需求。2015 年以来，春节前所在月份现金需求平均增加 1.4 万亿元，预计今年新增现金需求与

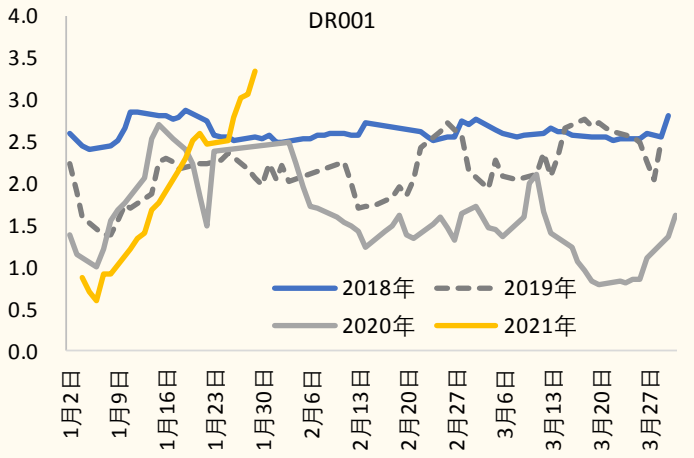
平均水平相近；（2）财政存款的增加，财政存款呈现季节性波动，往往季度初会增加的比较多。2015 年以来，1 月份财政存款平均增加 6300 亿元，预计今年 1 月新增财政存款 5000 亿元左右；（3）贷款量扩张，由于银行有“早投放早受益”的行为，一季度，特别是 1 月份贷款量扩张的会比较大，从而派生存款，带来超额准备金的冻结，预计今年 1 月新增存款 1.5 万亿元左右，相应冻结准备金 1875 亿元；（4）流动性工具的到期，也将对流动性形成扰动。

图表 2：2018 年以来春节前后 DR001 变化对比（%）



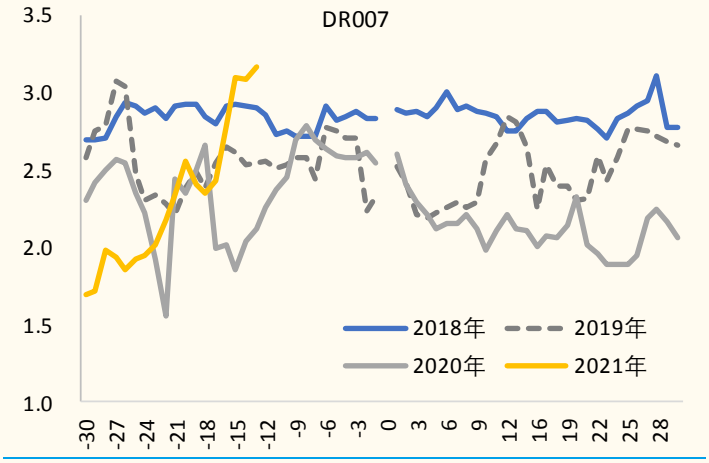
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：2018 年以来一季度 DR001 变化对比



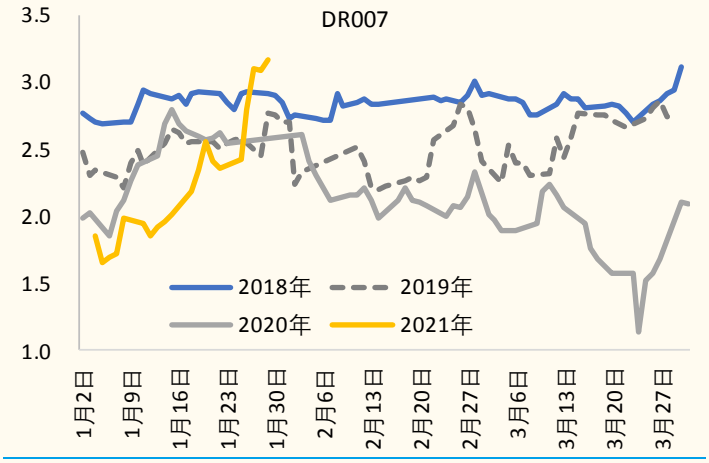
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：2018 年以来春节前后 DR007 变化对比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：2018 年以来一季度 DR007 变化对比

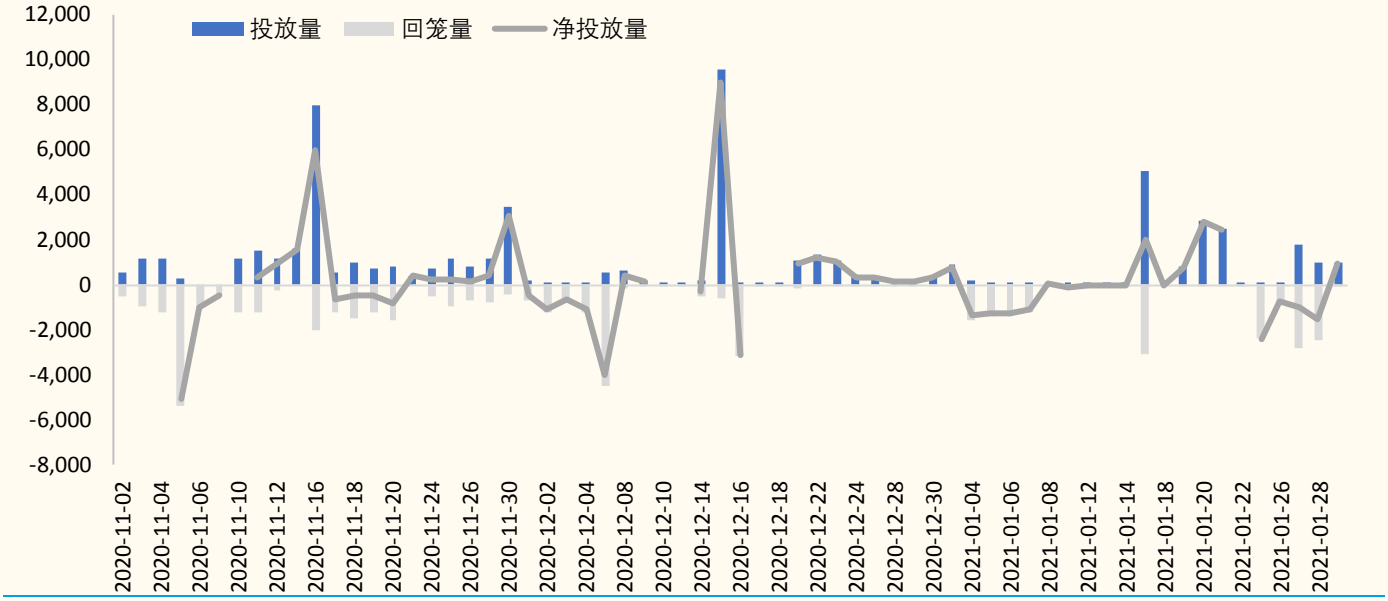


来源：Wind，国金证券研究所

近期央行流动性操作相对偏紧，实际上对流动性造成了扰动。回顾近几年 1 月货币政策动作，面对流动性扰动，央行通过多种方式来提供流动性。具体来看：2020 年，1 月 6 日，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点；1 月 23 日，开展定向中期借贷便利（TMLF）操作，操作金额为 2405 亿元，利率相对同期限 MLF 低 10bp（3.15%）；2019 年，1 月 4 日，下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点；2018 年，1 月 11 日，对全国性商业银行开始陆续使用期限为 30 天的临时准备金动用安排（CRA）；2017 年 1 月，通过临时流动性便利（TLF）操作为现金投放量较大

的几家大型商业银行提供临时流动性支持。2016 年，节后降准，3 月 1 日，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；2015 年，2 月 5 日，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。应对方式的差异源于宏观经济背景的差异。2015 年、2019 年、2020 年初经济状况均相对偏弱，经济下行压力偏大，因此，降准一方面是补充流动性，另一方面也是支持实体经济；2017 年、2018 年初经济总体处于上升态势，应对流动性扰动，央行分别采用了临时流动性便利（TLF）、临时准备金动用安排（CRA），并没有采取降准的方式。**考虑到当前经济处于扩张中后期，央行不会采取降准方式来提供流动性，主要通过逆回购（7-14 天），以及 MLF 操作的方式来提供流动性，并没有采取临时性流动性工具（如 2017 年）。与此前几年相比，央行流动性操作相对偏紧，实际上也对流动性造成了扰动。**

图表 6：近期央行流动性操作（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

当前经济扩张进入中后期阶段，通胀将温和上升，货币政策回归常态化，呈现中性略偏紧态势，预计不会主动加息，但信用扩张速度将明显放缓。2020 年四季度实际 GDP 继续回升，同比 6.5%，季调环比 2.6%，全年实现 GDP 增长 2.3%，经济已恢复至潜在增速水平。经济扩张进入中后期阶段，经济内生动力明显加强，表现在消费、制造业投资回升幅度加快，但地产、基建将边际减速，预计全年通胀呈现上升趋势，当相对温和，货币政策将呈现中性略偏紧的态势。历史上我国的 M2 增速和信贷增速基本匹配的时候，对应着常态化货币政策阶段。常态化货币政策背景下，预计信用扩张速度将有所放缓。随着货币政策逐步回归常态化，叠加部分逆周期调节工具的退出（再贷款和创新直达工具等），以及政府债券发行量可能有所下降，今年社融增速、信贷增速将会放缓并回落，宏观杠杆率的波动将会更加平滑，稳杠杆将成为重要任务之一。**全年来看，2020 年新增社融 34.86 万亿元，基本接近我们年初预估的 35 万亿元水平。可以看到 2020 年疫情冲击下，货币政策量的宽松非常明显。往前看，随着经济复苏继续延续，货币政策继续回归正常化，政策利率上调可能性相对不大，但信用扩张增速将逐步放缓。预计今年社融存量增速或将回落至 11%左右，新增社融**

预计在 30-33 万亿元；M2 增速或将降至 9.5%左右。信贷增速将放缓至 10-11%，新增人民币贷款预计为 18-20 万亿元。

二、全球央行观察

1. 美联储

美联储主席鲍威尔表示，美联储远没有考虑“退出”超宽松的货币政策。只要通胀保持低位，美联储在可预见的未来可能都将继续保持货币宽松。经济衰退期间出台的财政刺激还不够，后续的财政措施是关键。

美联储理事 Brainard 表示，联储可能在“相当一段时间内”继续大规模购债项目，因为美国经济距联储的就业和通胀目标仍“相去甚远”。

美联储副主席克拉里达表示，对美国经济前景更为乐观，但不认为今年结束前美联储会缩减购债规模。不支持马上调整购债的久期构成，也不担心美元走低和美债收益率大幅走高。可能在开始考虑缩减购债步伐之前还有相当一段时间。

2. 欧央行

欧央行行长拉加德表示，欧元区通胀“仍然非常低”，预计负通胀将持续到 2021 年初。从中期来看，一旦新冠疫情影响消退，需求将给通胀带来上行压力，不过走高的欧元汇率也抑制了通胀率。为了保证通胀朝向欧洲央行的目标水平回升，可能调整一切工具。

欧洲央行管委魏德曼表示，疫情带来的短期不确定性仍然很高，欧央行调低今年欧元区经济增速预期。

3. 日本央行

日本央行行长黑田东彦表示，疫情对日本经济的影响取决于限制其蔓延的时间，不过现在已经导致了商店零售的大幅下滑。如果疫情持续，日本的生产将会受到影响；不太可能改变原有货币政策走向，且目前因疫情陷入衰退的日本经济也使得维持当前刺激计划几乎是唯一的选择。

4. 其他央行：英国

英国央行行长卡尼表示，创纪录的低利率降低了央行刺激的有效性，为财政政策提供了更大的发挥空间，而财政政策也为需求带来了比金融危机期间更多的支持力。如果市场恶化，英国央行准备好再次提高量化宽松。

三、文献推荐

1.货币政策与金融稳定

Isabel Cairó and Jae Sim

（来源：FED，地址： https://doi.org/10.17016/FEDS.2020.101）

本文研究了价格稳定和金融稳定之间的关系，通过分析由于家庭部门过度杠杆而遭受内生性金融危机的经济的替代货币政策体制。我们得出了四个结论：首先，在名义利率不受零下限（ZLB）约束的情况下，央行可以通过采取积极的通胀目标制来改善价格稳定和金融稳定。其次，在 ZLB 约束存在的情况下，积极的通胀目标机制可能会破坏价格稳定和金融稳定。第三，积极的价格水平目标机制可以改善价格稳定和金融稳定，无论是否存在 ZLB 约束。最后，当信贷周期由反周期的家庭部门杠杆驱动时，“逆风”政策可能不利于价格稳定和金融稳定。在这种环境下，利用信贷息差可能会更有效。

2.价格水平风险和替代货币政策策略的一些长期影响

James A. Clouse

（来源：FED，地址：https://doi.org/10.17016/FEDS.2020.094）

本文着眼于替代性货币政策策略对价格水平演变的长期影响。分析比较了从纯通胀目标制(IT)，到加权平均通胀目标(WAIT)，到纯价格水平目标制(PLT)的最优政策的性质。诸如 WAIT 和 PLT 之类的策略倾向于限制价格水平路径中的向下漂移，并且还减轻了围绕价格水平预期路径的不确定性。替代性货币政策策略对价格水平演变的影响可能对严重依赖长期名义债务的实体或集团产生一些重要的长期影响。一些简单的经验估计表明，从一个 ZLB 约束很少到一个它经常约束的世界，现有国债的实际价值可能会显著提高。同样，消费者金融调查的数据表明，收入水平较低的家庭，特别是那些有抵押贷款或教育贷款未偿还的家庭，面临着巨大的价格水平风险。

3.货币政策预期、基金经理和基金回报:来自中国的证据

John Ammer, John Rogers, Gang Wang, and Yang Yu

（来源：FED，地址：https://doi.org/10.17016/IFDP.2020.1285）

我们对中国基金经理季度报告中的讨论进行了新颖的系统文本分析，从中我们可以推断出他们对货币政策的近期预期。我们构建了经理人预期的综合指数，并表明，作为对中国货币政策的预测，它与基于市场的预测和基于模型的替代预测相比均具有优势。我们发现，对于投入更多分析资源，具有更高管理费用并具有更强管理教育背景的基金而言，预期更为准确。我们还表明，基金经理会根据这些预期行事，正确预测中国货币政策的变化可以改善基金绩效。我们的结果表明，经理人的技能是基金回报的一个重要决定因素，这是第一个来自中国的证据，而其他国家的资产管理研究却在这个问题上得出了相互矛盾的结论。

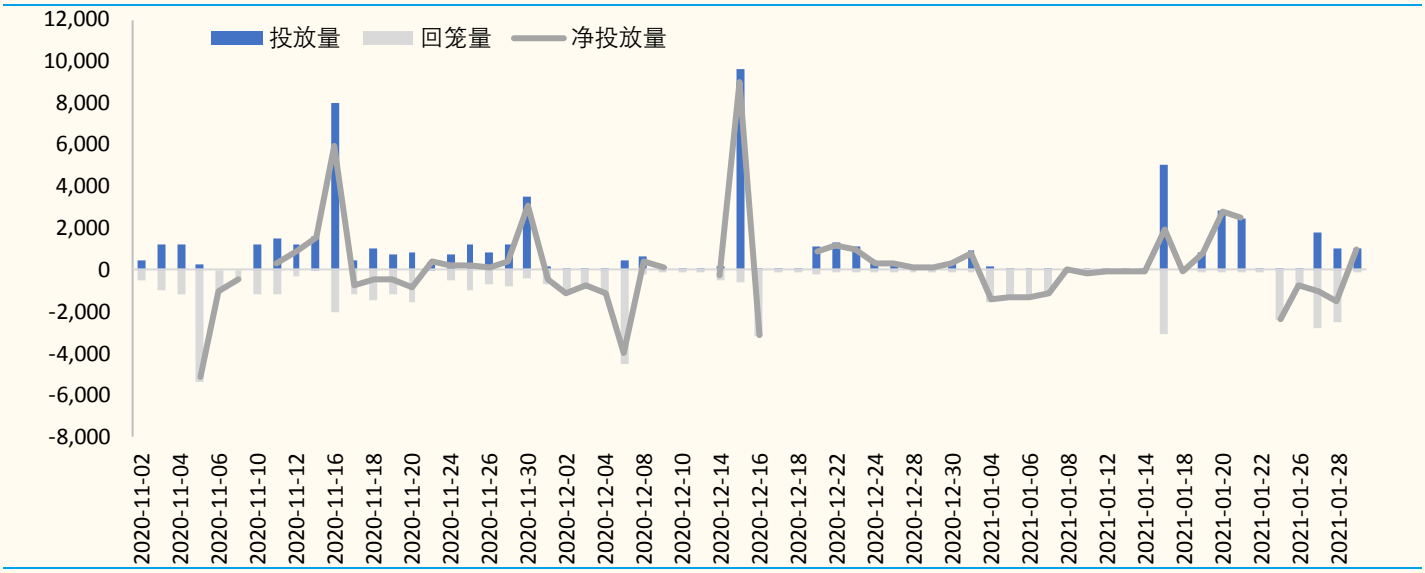
图表 7：2019 年 12 月以来全球主要央行政策利率的调整[1]（%）

	国家/地区	20-02	20-03	20-04	20-05	20-06	20-07	20-08	20-09	20-10	20-11	20-12	21-01	当前利率
降息	美国:联邦基金目标利率		-1.5											0.25
	巴西:隔夜利率	-0.25	-0.25		-0.75	-0.75		-0.25						2
	泰国:隔夜利率	-0.25	-0.25		-0.25									0.5
	中国香港:贴现窗利率		-0.64											0.86
	韩国:基准利率		-0.5											0.75
	马来西亚:隔夜利率		-0.25		-0.5		-0.25							1.75
	菲律宾:隔夜借款利率	-0.25	-0.5	-0.5		-0.5					-0.25			2
	印尼:基准利率		-0.25			-0.25	-0.25				-0.25			3.75
	南非:再回购利率		-1	-1	-0.5		-0.25							3.5
	俄罗斯:关键利率	-0.25		-0.5		-1	-0.25							4.25
	澳大利亚:隔夜利率		-0.25								-0.15			0.1
	冰岛:基准利率	-0.25	-1		-0.4									0.1
	乌克兰:贴现利率			-2										8
	波兰:28 日再回购利率		-0.5	-0.5										0.5
	墨西哥:基准利率	-0.25	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5		-0.5	-0.25					4.25
	埃及:贴现利率		0.5						-0.5		-0.5			9.25
	新西兰:基准利率		-0.75											0.25
	印度:基准回购利率				-0.4									4
	英国:再回购利率		-0.65											0.1
	中国台湾:担保放款利率		-0.625											1.125
	匈牙利:基准利率					-0.15								0.75
	以色列:基准利率			-0.15										0.1
	挪威:银行同业存款利率		-1.25		-0.25									0
	捷克:2 周再回购利率	0.25	-1.25		-0.75									0.25
	加拿大:隔夜目标利率		-1											0.25
不变	欧元区:存款便利利率													-0.5
	瑞典:再回购利率													0
	丹麦:基准利率													-0.75
	日本:政策目标利率													-0.1
	瑞士:3M LIBOR 利率													-0.75
	保加利亚:基本利率													0.01
	智利:隔夜利率													0.5
加息	土耳其:一周回购利率	-0.5	-1	-1	-0.5				2		4.75	2		17

来源：Wind，国金证券研究所整理

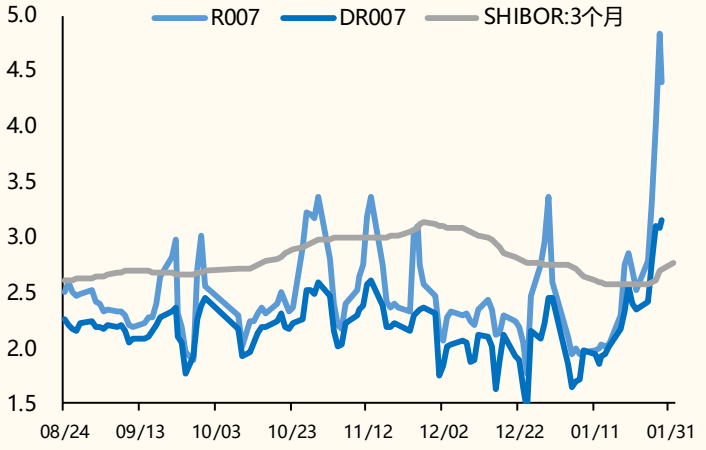
[1] 截至 2021 年 2 月 2 日

图表 8：近几个月中国央行公开市场资金净投放概览（亿元）



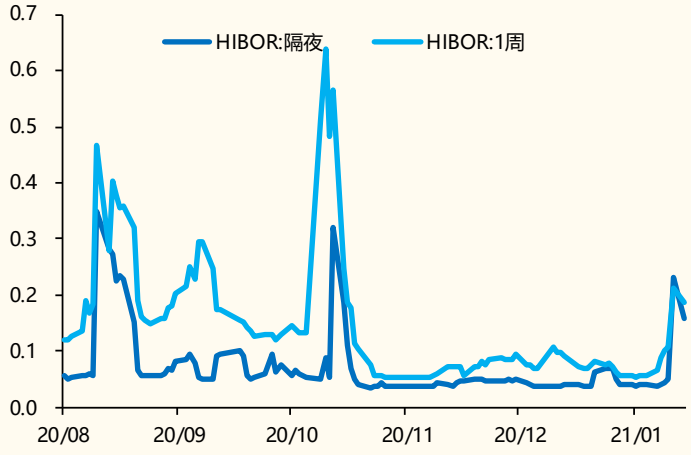
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：国内货币市场利率明显上升（%）



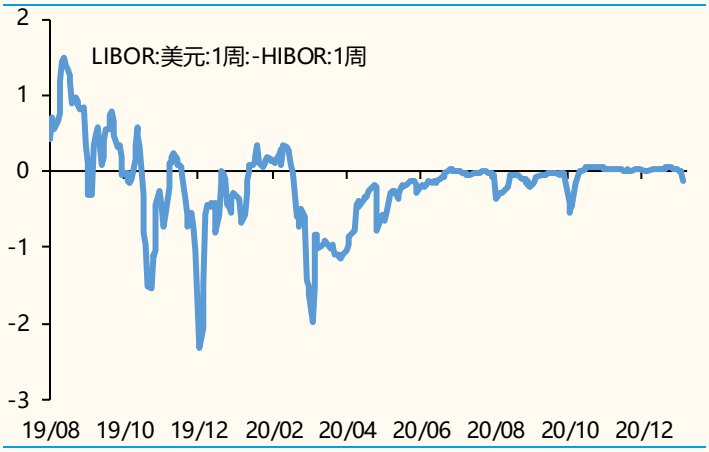
来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：香港货币市场利率有所回落（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：Libor-Hibor 利差有所回升（%）



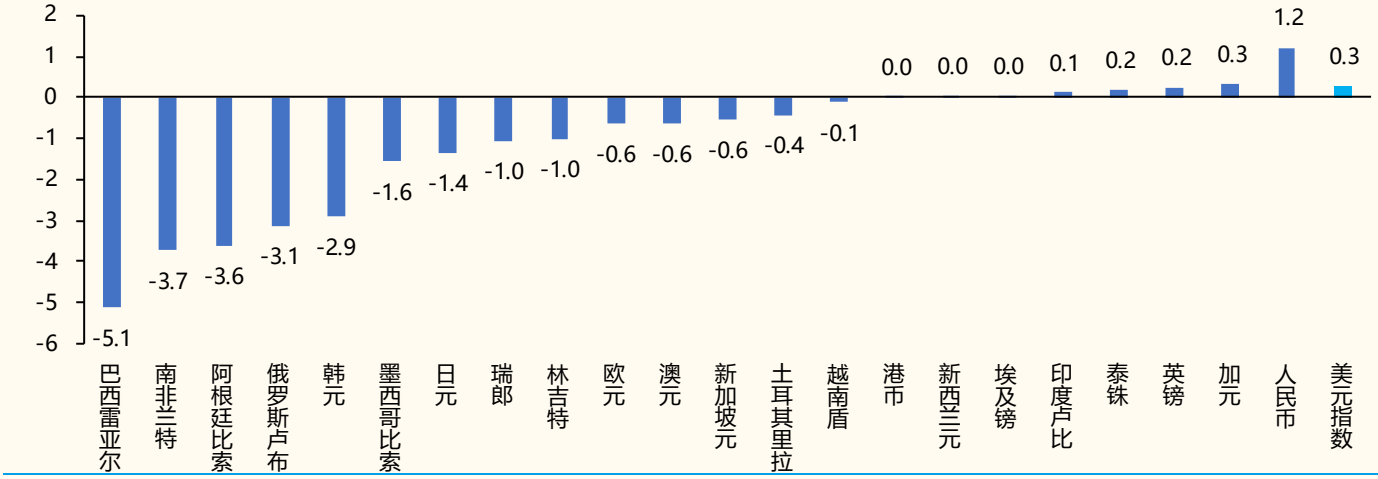
来源：Wind，国金证券研究所

图表 12: CME 数据显示的美联储利率概率（2021.2.1）

FOMC 会议时间	联邦基金利率		
	宽松	不变	收紧
2021/3/17	0.00%	98.97%	1.03%
2021/4/28	0.00%	98.97%	1.03%
2021/6/16	0.00%	98.97%	1.03%
2021/9/22	0.00%	98.97%	1.03%
2021/11/3	0.00%	98.97%	1.03%
2021/12/15	0.00%	98.97%	1.03%

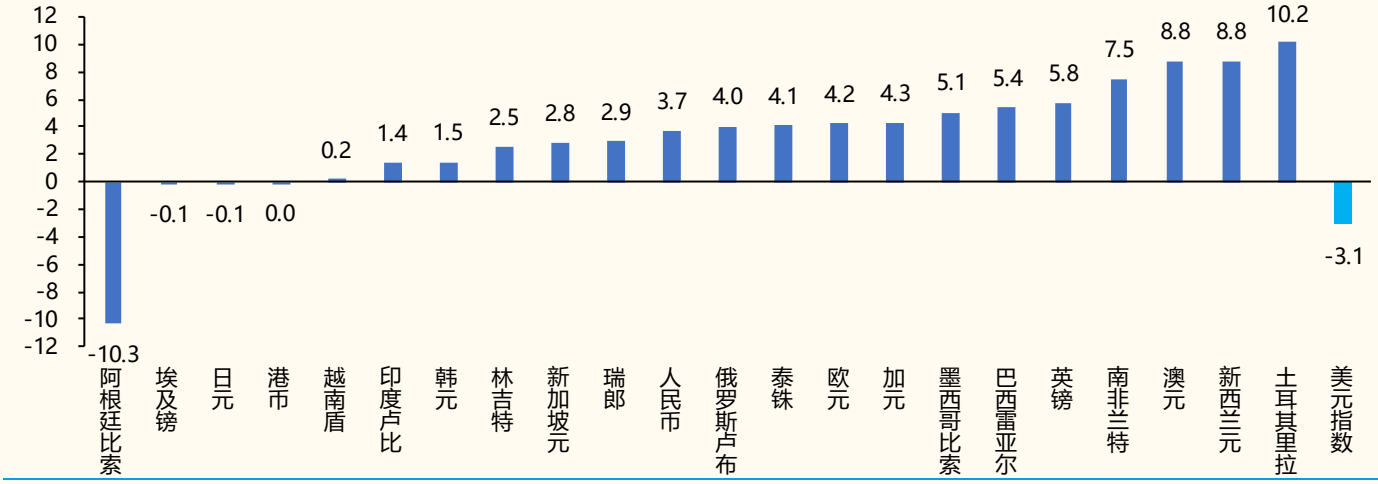
来源：CME，国金证券研究所

图表 13：近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度（%）



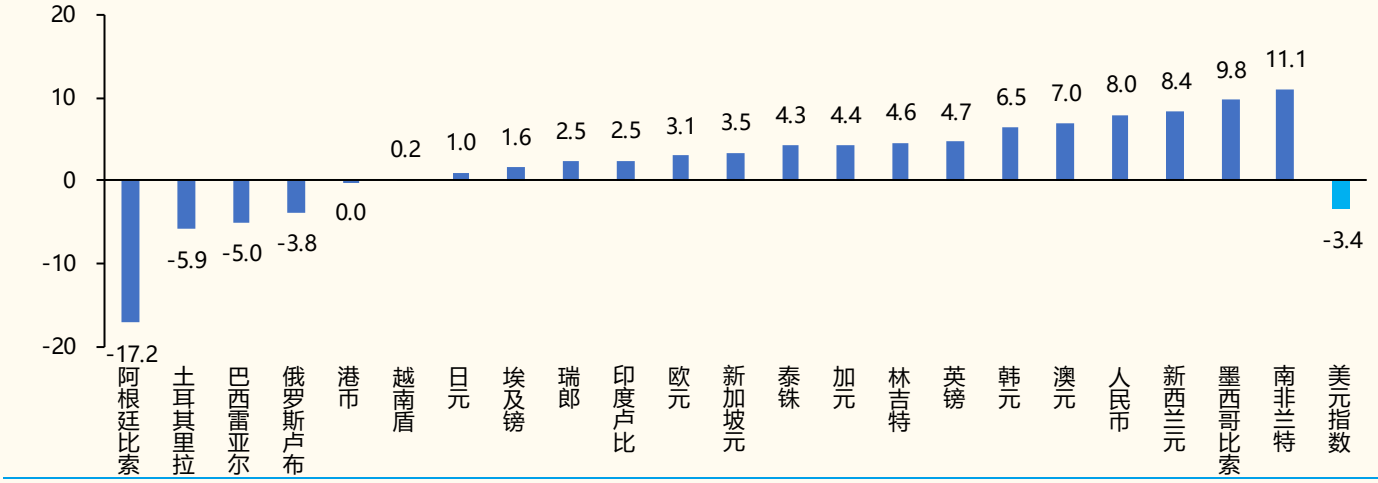
来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：近三个月主要货币汇率相对美元变动幅度（%）



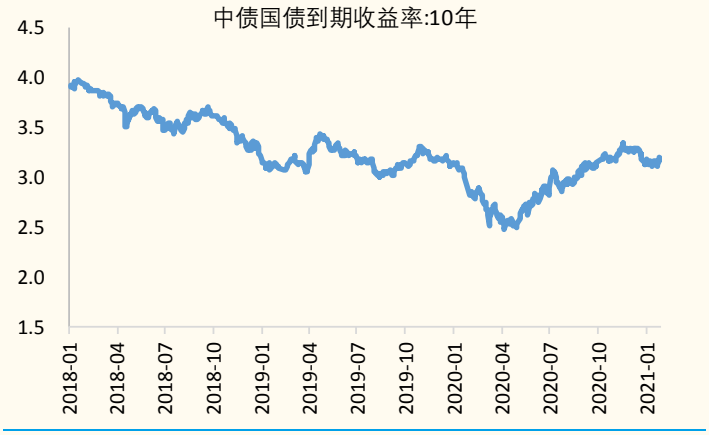
来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：近半年主要货币汇率相对美元变动幅度（%）



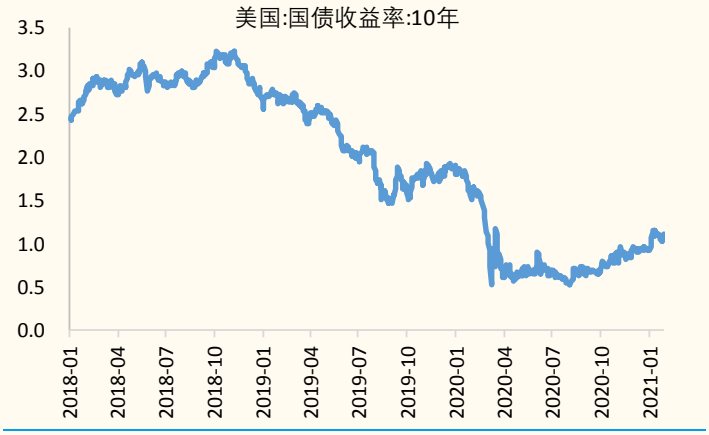
来源：Wind，国金证券研究所

图表 16： 10Y 中债（%）



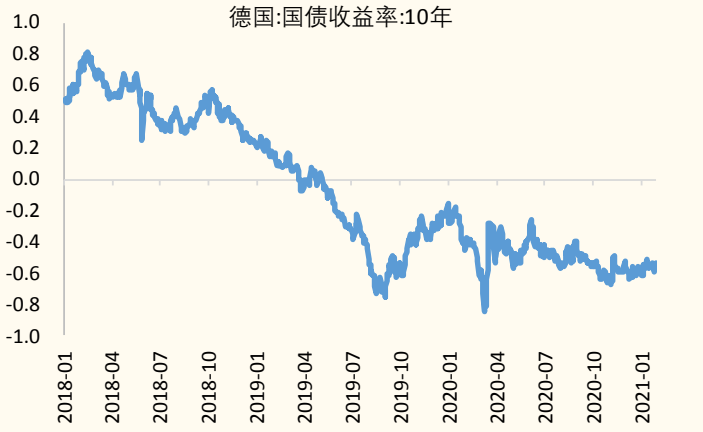
来源：Wind，国金证券研究所

图表 17: 10Y 美债（%）



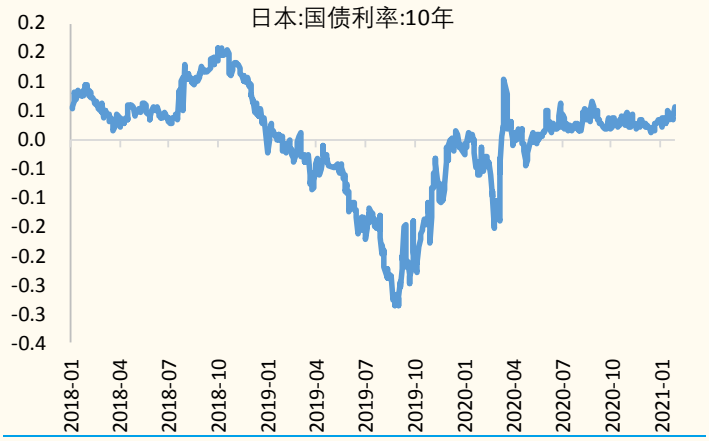
来源：Wind，国金证券研究所

图表 18： 10Y 德债（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 19: 10Y 日债（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：近期中国央行公开市场操作表述

日期	上周中国央行公开市场操作表述
2月1日	为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了1000亿元逆回购操作，期限7天，利率2.20%。
1月29日	月末财政支出大幅增加，人民银行以利率招标方式开展了1000亿元逆回购操作，期限7天，利率2.20%。
1月28日	临近月末财政支出大幅增加，人民银行以利率招标方式开展了1000亿元逆回购操作，，期限7天，利率2.20%，维护银行体系流动性合理充裕。
1月27日	临近月末财政支出大幅增加，人民银行以利率招标方式开展了1800亿元逆回购操作，期限7天，利率为2.20%，维护银行体系流动性合理充裕。
1月26日	为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了20亿元逆回购操作，期限7天，利率为2.20%。
1月25日	为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了20亿元逆回购操作，期限7天，利率为2.20%。
1月22日	税期高峰已过，为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了20亿元逆回购操作，期限7天，利率为2.20%。
1月21日	为对冲税期高峰等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了2500亿元逆回购操作，期限7天，利率为2.20%。
1月20日	为对冲税期高峰等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了2800亿元逆回购操作。
1月19日	为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了800亿元逆回购操作，期限7天，利率2.20%。

1月18日	为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了20亿元逆回购操作，期限7天，利率2.20%。
1月15日	为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行开展5000亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对1月15日MLF到期和1月25日TMLF到期的续做）和20亿元逆回购操作。其中，TMLF期限为1年，利率为2.95%；逆回购期限为7天，利率为2.20%。
1月14日	为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了20亿元逆回购操作，期限7天，利率2.20%。
1月13日	为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了20亿元逆回购操作，期限7天，利率2.20%。
1月12日	为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了50亿元逆回购操作，期限7天，利率2.20%。
1月11日	为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了50亿元逆回购操作，期限7天，利率2.20%。
1月08日	为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了50亿元逆回购操作，期限7天，利率2.20%。
1月07日	为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了100亿元逆回购操作，期限7天，利率2.20%。
1月06日	为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了100亿元逆回购操作，期限7天，利率2.20%。
1月05日	为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了100亿元逆回购操作，期限7天，利率2.20%。
1月04日	为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展了200亿元逆回购操作，期限7天，利率2.20%。

来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 21：近期美联储官员关于货币政策的言论

日期	美联储官员	近期讲话要点
1月13日	美联储理事Brainard	联储可能在“相当一段时间内”继续大规模购债项目，因为美国经济距联储的就业和通胀目标仍“相去甚远”。
1月8日	美联储副主席克拉里达	对美国经济前景更为乐观，但不认为今年结束前美联储会缩减购债规模。 不支持马上调整购债的久期构成，也不担心美元走低和美债收益率大幅走高。 可能在开始考虑缩减购债步伐之前还有相当一段时间。
1月15日	美联储主席鲍威尔	美联储远没有考虑“退出”超宽松的货币政策。 现在还不是讨论退出的时候，全球金融危机之后得到的一个教训是，不要过早撤除对经济的支持。 只要通胀保持低位，美联储在可预见的未来可能都将继续保持货币宽松。 在新冠疫情打击前，并未发现有威胁美国经济的明显失衡。 经济衰退期间出台的财政刺激还不够，后续的财政措施是关键。
1月15日	美联储主席鲍威尔	加息时点不会很快到来。 除非通胀等方面的失衡威胁达到联储的通胀和就业使命，否则没有理由加息。 就业市场复苏长路漫漫。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 22：近期欧央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	近期讲话要点
1月25日	欧央行行长拉加德	欧元区通胀“仍然非常低”，预计负通胀将持续到2021年初。 从中期来看，一旦新冠疫情影响消退，需求将给通胀带来上行压力，不过走高的欧元汇率也抑制了通胀率。 多次提及欧央行将“非常密切地监控欧元汇率”。

		为了保证通胀朝向欧洲央行的目标水平回升，可能调整一切工具。
1月14日	欧洲央行管委魏德曼	疫情带来的短期不确定性仍然很高，欧央行调低今年欧元区经济增速预期。
1月14日	欧洲央行管委维勒鲁瓦	在当前不确定性极高的疫情之下，紧急抗疫购债计划（PEPP）比降息更有效果，而扩大紧急抗疫购债计划（PEPP）的规模被大多数委员认为是适宜的。
1月3日	欧洲央行首席经济学家Philip Lane	欧元兑美元汇率对于欧元区的货币政策而言确实很重要，会影响政策的制定。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 23：近期日本央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	近期讲话要点
1月19日	日本央行行长黑田东彦	疫情对日本经济的影响取决于限制其蔓延的时间，不过现在已经导致了商店零售的大幅下滑。如果疫情持续，日本的生产将会受到影响；不太可能改变原有货币政策走向，且目前因疫情陷入衰退的日本经济也使得维持当前刺激计划几乎是唯一的选择。
1月19日	日本央行行长黑田东彦	将密切监视未来的发展，并将努力通过适当的市场操作和资产购买来提供充足的流动性并确保金融市场的稳定。
12月27日	日本央行委员片冈刚士	尽管经济活动逐步恢复，但是国内外经济面临的情况仍十分严峻。之后随着疫情影响减弱，以及在财政和货币政策的支持下，经济可能有所改善。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 24：近期其他国家央行官员关于货币政策的言论

国家	日期	央行官员	近期讲话要点
英国	1月20日	英国央行行长卡尼	全球央行大规模扩表，模糊了货币政策与财政政策之间的区别，对货币政策独立性构成挑战。 创纪录的低利率降低了央行刺激的有效性，为财政政策提供了更大的发挥空间，而财政政策也为需求带来了比金融危机期间更多的支持力。 如果市场恶化，英国央行准备好再次提高量化宽松。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 25：中国央行资产负债表（单位：亿人民币）

资产	2020-12	较上月变动	负债	2020-12	较上月变动
国外资产	218,039.98	-169.43	储备货币	330,428.14	15,909.59
外汇	211,308.10	-328.70	货币发行	89,823.29	2,937.83
货币黄金	2,855.63	0.00	其他存款性公司存款	222,906.08	12,542.05
其他国外资产	3,876.25	159.27	非金融机构存款	17,698.77	429.71
对政府债权	15,250.24	0.00	不计入储备货币的金融性公司存款	4,881.82	-224.27
其中：中央政府	15,250.24	0.00	发行债券	900.00	0.00
对其他存款性公司债权	133,355.47	2,367.98	国外负债	929.67	-80.39
对其他金融性公司债权	4,447.14	-307.20	政府存款	38,681.53	-9,090.17
对非金融性部门债权	#N/A	#N/A	自有资金	219.75	0.00
其他资产	16,582.70	3,794.85	其他负债	11,634.63	-828.56
总资产	**387,675.54**	**5,686.21**	**总负债**	**387,675.54**	**5,686.21**

来源：中国人民银行，Wind，国金证券研究所

图表 26：美联储资产负债表（单位：亿美元）

资产	2021-01-27	较上期变动	负债	2021-01-27	较上期变动
黄金证券账户	110.37	0.00	流通中货币	20,485.17	-1.33
特别提款权账户	52.00	0.00	逆回购协议	2,105.78	39.46
硬币	15.78	0.04	存款	50,451.87	-142.94
持有证券、未摊销证券溢价和折扣、回购协议和贷款	72,291.51	-88.94	存款机构定期存款	0.00	0.00
持有证券	68,382.23	-75.25	存款机构其他存款	32,287.51	789.44
美国国债	47,661.07	225.55	美国财政部一般账户	16,133.77	-249.54
短期债券	3,260.44	0.00	外国官方	218.36	-16.31
中长期债券	40,815.68	201.37	其他存款	1,812.23	-666.52
中长期通胀指数债券	3,156.19	24.01	延迟入账现金项目	6.19	4.31
通胀补偿债券	428.76	0.17	其他负债及应计股息	90.42	0.35
联邦机构债券	23.47	0.00	**总负债**	**73,657.21**	**-100.16**
抵押贷款支持债券(MBS)	20,697.69	-300.80	资本账户	392.05	0.00
当前持有的未摊销证券溢价	3,449.99	-5.05	实缴资本	323.80	0.00
当前持有的未摊销证券折扣	-61.69	-1.14	结余	68.25	0.00
正回购协议	10.00	0.00	其他资本账户	0.00	0.00
其他贷款	510.98	-7.50	**全部资本(净资产)**	**392.05**	**0.00**
托收中项目	0.74	-0.28			
银行不动产	22.13	0.03			
中央银行流动性互换	95.67	-13.42			
外币计价资产	220.60	-0.58			
其他资产	375.99	2.96			
总资产	**74,049.26**	**-100.16**	**负债和净资产总额**	**74,049.26**	**-100.16**

来源：FED，Wind，国金证券研究所

图表 27：欧央行资产负债表（单位：亿欧元）

资产	2021-01-22	较上期变动	负债	2021-01-22	较上期变动
黄金和应收黄金	5,365.43	0.00	流通货币	14,268.03	-6.42
对非欧元区居民的外币债权	3,428.95	-0.55	和货币政策操作相关的对欧元区信用机构的欧元负债	37,026.71	140.50
国际货币基金组织应收款项	853.19	-0.05	准备金账户	30,819.89	-481.33
银行及证券投资余额、国外借款和其他国外资产	2,575.76	-0.49	存款便利	6,206.81	621.85
对欧元区居民的外币债权	218.26	6.30	定期存款	0.00	0.00
对非欧元区居民的欧元债权	111.09	2.12	微调操作	0.00	0.00
银行、证券投资季贷款余额	111.09	2.12	和追加保证金相关的存款	0.01	-0.02
由欧洲汇率机制第二阶段信用透支引起的债权	0.00	0.00	对欧元区信用机构的其他欧元负债	141.28	5.69
和货币政策操作相关的对欧元区信用机构的欧元借款	17,928.08	-2.87	已发行债务凭证	0.00	0.00
主要再融通操作	2.34	-2.87	对其他欧元区居民的欧元负债	6,461.38	413.30
长期再融资操作	17,925.74	0.00	一般政府	5,596.52	374.51
微调操作	0.00	0.00	其他负债	864.86	38.80
结构操作	0.00	0.00	对非欧元区居民的欧元负债	2,495.65	-363.54
边际贷款便利	0.00	0.00	对欧元区居民的外币负债	82.76	4.15
和追加保证金相关的信用	0.00	0.00	对非欧元区居民的外币负债	37.56	0.43
对欧元区信用机构的其他欧元债权	406.03	39.88	存款、余额及其他负债	37.56	0.43
欧元区居民欧元证券	39,425.89	167.16	由欧洲汇率机制第二阶段信用透支引起的负债	0.00	0.00
为货币政策目的持有的证券	37,461.43	167.63	国际货币基金组织分配的特别提款权等价物	547.99	0.00

其他证券	1,964.46	-0.48	其他负债	2,969.63	-108.17
一般政府欧元债务	226.76	0.00	重新定值账户	5,125.29	0.00
其他资产	3,131.91	-126.10	资本和准备金	1,086.12	0.00
资产总额	**70,242.40**	**85.95**	**负债总额**	**70,242.40**	**85.95**

来源：ECB，Wind，国金证券研究所

图表 28：日本央行资产负债表（单位：亿日元）

资产	2021-01-20	较上一期变动	负债和净资产总额	2021-01-20	较上一期变动
黄金	4,412.53	0.00	货币	1,156,825.16	-13,050.60
现金	1,450.47	41.34	活期存款	4,851,914.30	-43,059.38
日本政府债券	5,333,792.23	-6,197.58	其他存款	262,346.28	-1,388.19
商业票据	45,195.30	2,063.20	政府存款	616,276.71	57,712.13
公司债券	67,567.70	2,921.50	回购协议	117.65	-116.72
财产信托	367,259.15	1,592.87	其他	25,644.45	-124.98
股票	5,873.53	-66.31	备抵金	64,101.46	0.00
指数ETF	354,850.51	1,650.22	资本	1.00	0.00
房地产投资信托基金	6,535.11	8.96	法定准备金及特别准备金	33,167.85	0.00
贷款(对存款保险公司的贷款除外)	1,116,250.66	-399.00			
外币资产	67,035.84	-34.21			
代理商存款	41.37	-43.20			
其他	7,389.60	27.33			
资产总额	**7,010,394.85**	**-27.74**	**负债和净资产总额**	**7,010,394.85**	**-27.74**

来源：BOJ，Wind，国金证券研究所

风险提示：

1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、 主要央行货币政策空间受限等。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH