

货币政策的“不变”与“变”

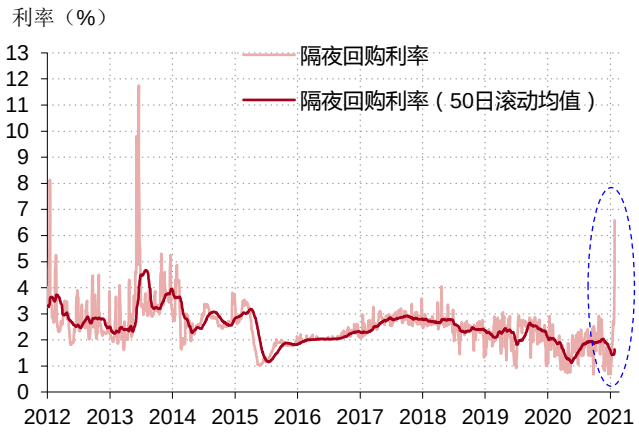
- 2021 年 1 月的最后一个工作日（1 月 29 日），国内银行间市场隔夜利率创出了 2013 年“钱荒”之后的最高值。市场中有关货币政策是否到了收紧拐点的讨论随之升温。
- 当前疫情发展仍然存在较高不确定性，国内货币政策没有到全面收紧的时候，我国货币市场利率围绕公开市场操作利率波动的格局并未被打破。2021 年，美联储加息的概率极低，我国上调公开市场操作利率的可能性也不高——国内货币市场短期利率的波动中枢应该在当前水平维持一段时间。
- 在货币市场短期利率围绕公开市场操作利率波动的不变格局下，国内货币政策操作也有明显变化——应对外汇流入带来的流动性冲击成为货币政策的主要矛盾之一。外汇流入带来的流动性先体现在实体经济，然后再体现在货币市场；而且相比货币市场流动性而言，实体经济的流动性更难被对冲。因此，在全球进入再循环，我国外汇流入加大的时候，我国 2018 年以来的“宽货币、紧信用”格局可能被逆转为“紧货币、宽信用”格局。
- “紧货币、宽信用”将有利于实体经济资产价格，不利于金融资产价格。国内债券收益率将持续面临上行压力。A 股市场前景仍然看好，但风格会加速向低估值周期股切换。

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师：徐高
(8610)66229055
gao.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300519050002

2021 年 1 月的最后一个工作日（1 月 29 日），国内银行间市场隔夜利率创出了 2013 年“钱荒”之后的最高值。隔夜利率飙升显示了货币市场资金面的收紧。在 1 月的最后一周里，人民银行通过公开市场净回笼资金 2300 亿元，与前一周 5980 亿元的净投放形成了鲜明反差。在货币市场利率随人民银行资金净回笼而显著上升之时，市场中有关货币政策是否到了收紧拐点的讨论也随之升温。（图表 1）

图表 1. 2021 年 1 月 29 日，银行间隔夜回购利率创出了 2013 年“钱荒”之后的最高值

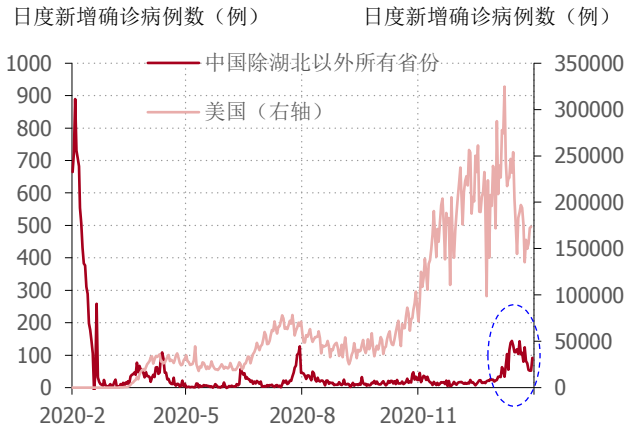


资料来源：万得，中银证券

1. 货币政策的“不变”

当前疫情发展仍然存在较高不确定性，国内货币政策没有到全面收紧的时候。截止 2021 年 1 月底，全球新冠累计确诊病例数已经超过 1 亿例。目前，欧美国家的日度新增确诊病例数虽然相比 2020 年底略有下降，但仍然处在较高水平。而在 2021 年元旦之后，我国国内的新增确诊病例数也明显反弹，全国（除湖北以外）的日度新增确诊病例数在今年 1 月创出了 2020 年 3 月以来的新高。尽管当前的新增确诊数仍远远小于 2020 年 2 月疫情刚爆发时的数量，但疫情的反复仍凸显了抗疫工作的复杂性。此外，虽然疫苗已经在国内外开始接种，但受制于疫苗的产能瓶颈，接种速度仍然偏慢，难以在短期内立竿见影地终结疫情的蔓延。总的来说，新冠疫情的发展仍然有相当高的不确定性，继续给经济运行带来不小的障碍。在这种不确定性的环境中，国内货币政策的主要目标仍然是维护经济增长和金融市场稳定，并不具有全面收紧的条件。（图表 2）

图表 2. 2021 年 1 月，国内新冠新增确诊病例数明显反弹，经济前景的不确定性仍然很高

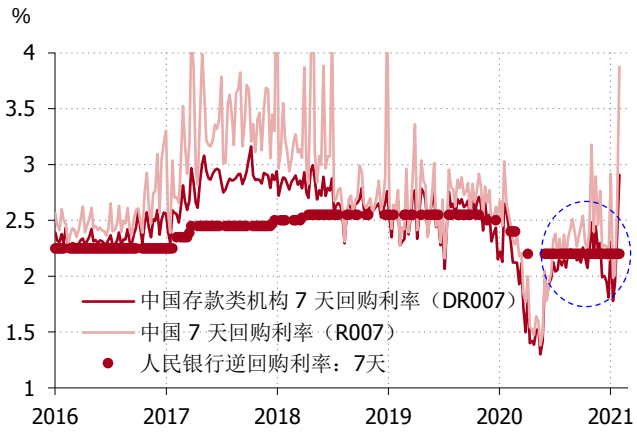


资料来源：万得，中银证券

从 2020 年 3 季度开始，国内货币政策着力引导货币市场短期利率围绕公开市场操作利率波动。2020 年上半年，货币市场短期利率（如 7 天回购利率）曾一度显著低于人民银行公开市场操作利率（7 天逆回购利率）。但随着国内疫情的逐步受控，人民银行退出“危机应对式的极度宽松货币政策”，进入“常态式宽松货币政策”，货币市场短期利率就进入围绕公开市场操作利率波动的状态，一如 2019 年。这是人民银行的有意为之。在 2020 年 11 月 26 日发布的《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》第 11 页中，人民银行说道：“引导货币市场利率围绕公开市场操作利率在合理区间内平稳运行……公开市场操作利率作为市场短期利率中枢的作用持续增强。”【1】

“永煤事件”的影响已经逐步淡去，货币市场利率有低位回升的必要。2020 年 11 月 10 日，河南永城煤电控股集团有限公司（简称“永煤”）发布公告，称无法足额偿付到期的 10.32 亿债券本息。“永煤”这样国企债券的违约大超预期，震动了市场。为了平息市场的紧张情绪，人民银行随后加大了流动性投放力度，让货币市场利率在“永煤事件”后的两个月里明显低于公开市场操作利率。但随着永煤事件余波淡去，人民银行继续维持低利率的必要性下降，提升利率的诉求上升。从这个角度来看，2021 年 1 月末市场利率的上升也属正常——市场利率既然是围绕公开市场操作利率波动，那就应该既有低于公开市场操作利率的时候，也有高于公开市场操作利率的时候——**货币市场利率围绕公开市场操作利率波动的格局并未被打破**。（图表 3）

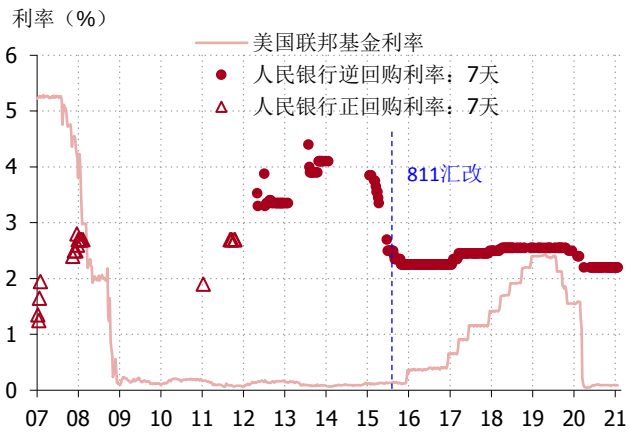
图表 3. 2020 年 3 季度以来，人民银行有意识地引导货币市场利率围绕公开市场操作利率波动



资料来源：万得，中银证券

2021 年，美联储加息的概率极低，我国上调公开市场操作利率的可能性也不高——国内货币市场短期利率的波动中枢应该在当前水平维持。2015 年 8 月“811 汇改”之后，我国与美国的货币政策联动性明显增强，我国公开市场操作利率(7 天逆回购利率)与美联储联邦基金利率变动方向趋于一致。过去一年以来，美联储已经多次向市场发送了清晰信号，表明美国宽松货币政策会持续相当长时间，2021 年美联储上调联邦基金利率的可能性极低。在美联储不加息的时候，人民银行上调公开市场操作利率的概率也很低。这样一来，我国货币市场短期利率应该不会持续走高，而更可能会做水平震荡。（图表 4）

图表 4. 2015 年“811”汇改后，我国公开市场操作利率与美国联邦基金利率联动性增强



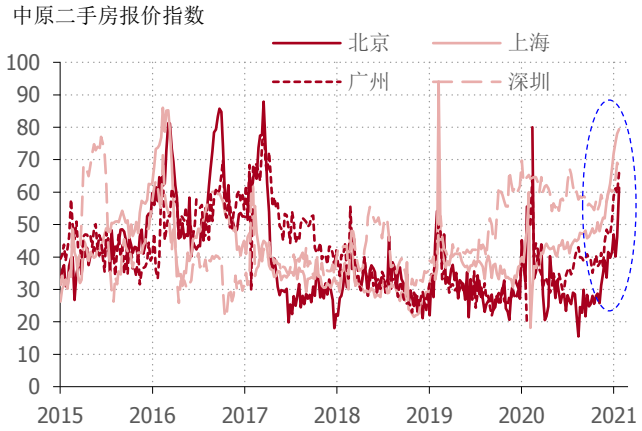
资料来源：万得，中银证券

2. 货币政策的“变”

在货币市场短期利率围绕公开市场操作利率波动的不变格局下，国内货币政策操作也有变化——应对外汇流入带来的流动性冲击成为货币政策的主要矛盾之一。

2021 年 1 月，我国一线城市房价上涨压力明显加大。在北京、上海、广州和深圳 4 个一线城市，反映二手房房价上涨压力的“中原报价指数”同步明显上扬。从历史经验来看，“中原报价指数”对其他房价指标有比较强的领先性。从这一报价指数当前在一线城市同步走高的态势来看，房价上涨的压力在明显抬头。（图表 5）

图表 5. 2021 年 1 月，“北上广深”的二手房报价都明显上升



资料来源：万得，中银证券

实体经济企业和居民所获得的结汇收入是此轮房价上涨背后的重要推手。从时间上来看，“中原报价指数”在 2020 年末就开始明显上扬，而当时国内社会融资的增量正在明显减小。因此，房价上涨应该更多从海外流动性流入方面找原因。正如笔者在 2021 年 1 月 27 日发布的《流动性潮起外汇占款》一文中所说的那样，“2020 年 12 月，中国大陆商业银行代客结售汇顺差已显著攀升，预示外汇占款将显著增加。在全球再循环的格局下，分析国内流动性时需要注意到正在潮起的外汇占款。”【2】。结售汇带来的流动性投放正在让国内实体经济流动性变得更为充裕，给实体经济中的资产价格（主要是房价）带来更大上涨压力。（图表 6）

图表 6. 商业银行代客结售汇顺差扩大意味着实体经济流动性更为充裕



资料来源：万得，中银证券

外汇流入带来的影响不止于房价，2018 年以来的“宽货币、紧信用”格局都可能被逆转为“紧货币、宽信用”格局。

外汇流入可能会在实体经济和货币市场两个层面带来流动性的投放。贸易顺差的增加，以及“热钱流入”都会给我国带来外汇流入。外汇流入我国之后要变成人民币在国内流通，需要经过两个环节：第一个环节是商业银行的“结汇”，即实体经济的企业和居民用自己手中的外汇找商业银行换成人民币。这一环节带来广义货币的投放，增加实体经济的流动性（或者不严格地说，增加实体经济的信用）。第二个环节是人民银行的“外汇占款发放”，即商业银行用自己手中的外汇找人民银行换成人民币。这一环节带来基础货币投放，增加货币市场的流动性。

2018 至 2019 年，我国金融形势可用“宽货币、紧信用”来概括。当时，国内外汇流入较少，人民银行主要通过“主动投放工具”来发放基础货币（请参见《流动性潮起外汇占款》一文中对“主动投放工具”的解释【2】）。在那种局面下，如果要增加实体经济的流动性，需要首先向商业银行投放基础货币。商业银行手中有了较为充足的基础货币后，才有能力向实体经济发放“信用”（如发放信贷，购买实体企业发行的债券等）。换言之，得首先让货币市场有钱（宽货币），实体经济才能有钱（宽信用）。而在那两年，在“去杠杆”的政策导向下，监管者对银行信贷的发放施加了许多约束，使得银行发放“信用”的渠道也被阻塞。信用扩张受阻带来的经济下行压力，反过来又倒逼人民银行投放更大量基础货币。这样，就形成了货币市场流动性宽松，实体经济流动性紧张的“宽信用、紧货币”之格局。

基于两方面原因，外汇的大量流入可能会催生“紧货币、宽信用”的格局。

第一是时间上面的——外汇流入带来的商业银行结汇先于人民银行基础货币发放。外汇流入国内时首先流到实体经济中的企业和居民手中（企业和居民通过贸易顺差获得外汇）。企业和居民向商业银行结汇时，外汇就从企业和居民手中转移到商业银行手中（企业居民同时获得了商业银行发放的人民币）。商业银行手中有了外汇，再向人民银行去换人民币，带来人民银行外汇占款的发放。这种流动性的发放顺序与“央行投放基础货币——商业银行发放信贷”的国内流动性投放顺序正好相反。相应地，外汇流入带来的流动性宽松效应首先体现在实体经济、然后才体现在货币市场。期间，如果人民银行外汇占款发放不积极（人民银行可能担心外汇占款发放太多会被别国扣上干预汇率的帽子），那么在实体经济流动性扩张的时候，货币市场反而可能流动性收紧。

第二是对冲操作层面的——人民银行可以较容易地对冲掉外汇占款带来的基础货币投放，但要对冲商业银行结汇给实体经济带来的流动性投放却困难很多。货币市场有很高流动性，金融机构之间拆借资金相当容易。而且人民银行还有"窗口指导"的利器可直接影响金融机构的行为。因此，外汇占款发放出来之后，人民银行可以较容易地把它们回笼回去，或者将其冻结起来，从而抑制外汇占款发放带来的流动性宽松效应。但在实体经济中，经济主体之间的拆借活动较少，所需时间也较长。压缩银行信贷是人民银行收紧实体经济流动性的主要途径。但问题是，商业银行投放信贷的企业和居民，未必是那些通过结汇拿到流动性的企业和居民。因此，人民银行如果想在实体经济中对冲结汇带来的流动性影响，容易形成"旱的旱死、涝的涝死"的不平衡格局，而这并不是人民银行想要的结果。

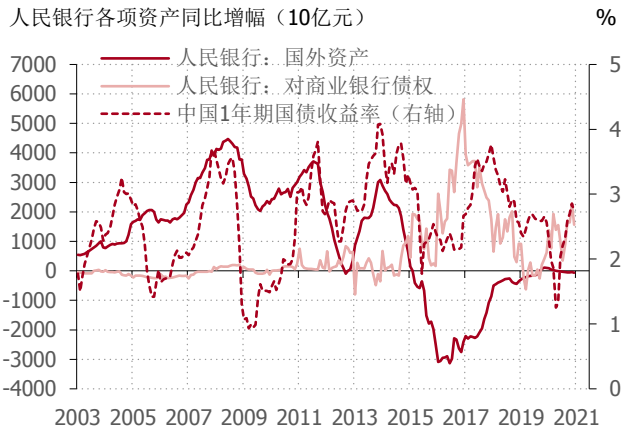
基于以上两点原因，在全球进入再循环，我国外汇流入加大的时候，我国金融形势可能发生改变，走向"紧货币、宽信用"——这是货币政策在"不变"中的"变化"之处。

3. 货币政策变化的资产价格含义

“紧货币、宽信用”将有利于实体经济资产价格，不利于金融资产价格。通俗地讲，外汇流入带来的流动性首先体现在实体经济，然后再体现在货币市场；而且相比货币市场流动性而言，实体经济的流动性更难被对冲。这样一来，外汇流入自然让实体经济中的资产价格最受益。房价会在这样的格局中上扬也就很容易理解了。但对金融资产价格来说，一方面来自货币市场的流动性支持不会那么强；另一方面，实体经济资产价格的上扬（如房价上涨）会加大人民银行回笼基础货币的力度，给金融资产价格带来额外压力。因此，金融资产价格将处在相对不利的局面中。

国内债券收益率将持续面临上行压力。从货币政策传导路径的角度来看，外汇流入带来的国内人民币流动性投放是最顺畅的——实体经济先获得流动性，然后才是金融市场获得流动性。实体经济流动性的充沛，会让实体经济增长前景向好，资产价格和通胀上升，从而推升债券收益率。在近 20 年中，人民银行外汇占款的发放都迅速带动了债券收益率的上升。相比之下，人民银行借钱给商业银行来发放基础货币时，货币政策传导路径就没那么顺畅，基础货币投放向债券收益率上行的传导相对慢一些。目前，人民银行可能因为外部压力而在发放外汇占款时较为迟疑，这会强化债券收益率上升的逻辑——实体经济拿到了结汇资金，而货币市场没拿到相应的基础货币投放。因此，不管怎么看，我国债券收益率都继续处在上行的大趋势中，今年难言见顶。（图表 7）

图表 7. 外汇占款上升会迅速带动债券收益率上升；国内基础货币投放向债券收益率的传导则较慢



资料来源：万得，中银证券

A股市场前景仍然看好，但风格会加速向低估值周期股切换。在新格局中，股市比债市更为有利。货币市场流动性没那么多，对股价会有负面影响。但实体经济流动性改善会推升上市企业盈利，从盈利的角度有利于股价上行。考虑到国内外经济仍处在同步复苏的趋势中，A股市场前景仍然明朗。不过，在"紧货币、宽信用"的新格局中，企业盈利是驱动股价的更为重要的因素。与经济周期相关性强的周期股会因而处在更有利的位置。而那些前期受流动性推动而而估值上升很多的股票，接下来应该会面临较大的估值下杀压力。（完）

【1】中国人民银行，2020年11月26日，《2020年第三季度中国货币政策执行报告》，http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/4021036/4133903/index.html 。

货币政策执行报告第11页至12页中这段话的原文是："引导货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行。第三季度以来，我国公开市场7天期逆回购中标利率始终保持在2.20%不变，未受发达经济体持续实施宽松货币政策的影响，稳定释放政策利率信号，展现稳健货币政策姿态。同时，合理搭配7天、14天等公开市场操作品种，及时对冲税期高峰、政府债券密集发行、季节性因素等带来的流动性短期波动，引导货币市场利率围绕公开市场操作利率在合理区间内平稳运行，利率波动性进一步下降，公开市场操作利率作为市场短期利率中枢的作用持续增强。2020年第三季度，银行间市场存款类机构7天期回购加权平均利率（DR007）均值为2.15%，比2019年第三季度降低44个基点；9月末DR007为2.45%，比2019年9月末降低40个基点。"

【2】徐高，2021年1月27日，《流动性潮起外汇占款》，https://www.bocichina.com/Details/detail?id=dataindex3351319 。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371