稳健货币政策引导金融运行回归常态

连平 刘鸿

2021 年 1 月 19 日

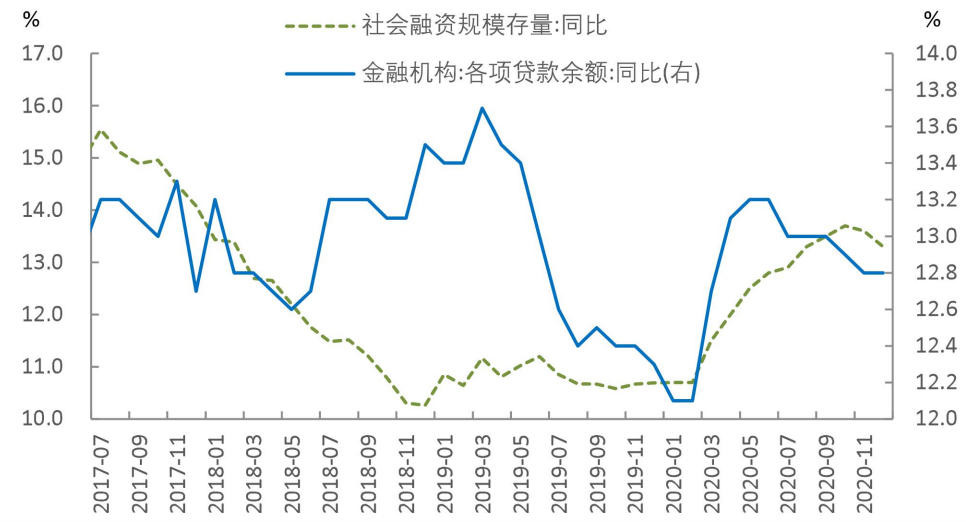
为了应对新冠疫情冲击对经济的影响，2020 年央行运用多种货币政策工具，降低了实体经济的融资成本，促进了居民、企业和政府信用的宽松，有力地支持了经济恢复。2021 年宏观经济运行还将面临多种内外不确定性和不稳定性，广义货币和信贷社融增速预计较 2020 年虽有一定程度的放缓，流动性仍会保持合理充裕，利率水平基本稳定，货币政策将在稳健基调下灵活调节。

1. 政府与企业信用扩张是 2020 年社融上行的主因

根据央行公布的数据,2020 年社会融资规模增量累计为 34.86 万亿元，比上年多 9.19 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 20.03 万亿元，同比多增 3.15 万亿元。2020 年末，社融存量同比增长 13.3%，比 2019 年末提高了 2.6 个百分点。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额同比增长 13.2%，比 2019 年末提高 0.7 个百分点；企业债券融资同比增长 17.2%，比上年末提高 3.8 个百分点；政府债券融资余额同比增长 22.1%，比上年末提高了 7.8 个百分点。可见，2020 年企业债券和政府债券融资规模的快速增长，是社融增速明显上行的重要原因。

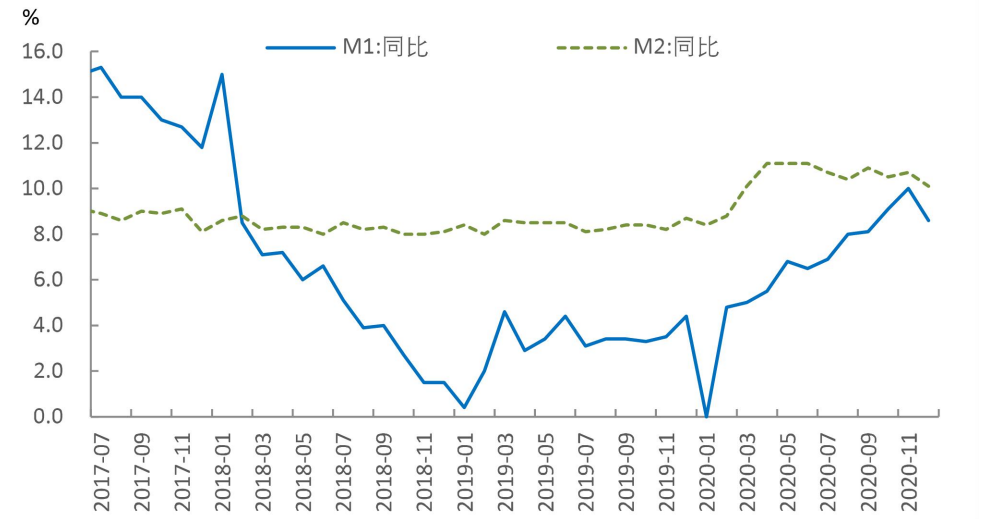
2020 年全年政府债券融资 8.3 万亿，比 2019 年多 3.6 万亿。这 3.6 万亿包含 1 万亿的抗疫特别国债，财政赤字多增加的 1 万亿，和地方政府专项债多增加的 1.6 万亿。2020 年全年减税降费导致财政收入较 2019 年有一定幅度减少，但是财政支出却与 2019 年基本持平。政府债券的发行有效弥补了财政收支差距的扩大，有力地支持了经济复苏。

社融大幅增加另一个重要的原因是企业信用明显扩张，具体表现为企业债券和企业中长期贷款两种形式。企业债券融资规模在 2020 年达到 4.5 万亿，此前两年则分别为 3.2 万亿和 2.6 万亿。银行贷款 2020 年比 2019 年多增 2.8 万亿，其中对企业的中长期贷款多贷 3 万亿，即企业的中长期贷款是银行贷款增加的主要原因。贷款增速高与贷款需求高密切相关。央行公布的季度问卷调查显示，2020 年前三季度制造业的贷款需求都处于过去 6 年以来的最高水平，而基础设施方面的贷款需求在二季度和三季度也处于过去 5 年来的最高。



企业的中长期贷款持续上行，有一定的周期性因素，也与疫情之后的宽松政策鼓励投资有关。从设备更替的角度来看，2019 年末新一轮的设备更替周期就出现了回升的迹象。2020 年初新冠疫情的爆发对企业投资带来较大扰动，疫情被充分控制之后，企业设备更替周期恢复，带动企业的投资需求回升。而企业中长期贷款增速的上升，正是这种需求的具体表现。另一方面，我国当前正处在被动补库存向主动补库存阶段转变，企业库存周期的回升也带动了融资需求。总体来说，经济复苏是企业部门信用需求较高的原因，而企业信用扩张反过来也促进了经济回升。

在 2018 年之前，居民部门信用的扩张或者收缩是整体信用变动的主要原因。随着房住不炒政策的执行，近三年来居民部门信用增长平稳。2020 年居民贷款增量为 7.8 万亿，2019 年与 2018 年均为 7.4 万亿，居民贷款余额增速逐年下降，由 2017 年的 21.4%降为 2020 年的 14.5%。2020 年新冠疫情对房地产销售的影响相对较小，全年房地产销售面积略高于 2019 年，与居民信贷规模保持稳定一致。



2020 年信贷扩张推动货币增速明显上行。2019 年末 M2 的增速为 8.7%，2020 年末 M2 的增速则上行至 10.1%。M1 上行的幅度更大，从 2019 年末的 4.4%上行至 2020 年末的 8.6%。2020 年 M2 增速明显高于名义 GDP 增速，是货币政策应对疫情带来的经济衰退所形成的结果。这无论是从横向比较发达国家的量化宽松，还是纵向比较 2008-2009 年应对全球金融危机时我国的政策力度，都显得十分的审慎。M1 主要反映企业活期存款，与经济的景气度相关性更高。一般而言，企业定期存款波动较小，因此 M1 变动与企业整体存款的变动高度一致。企业存款是企业资产，存款变动与企业负债变动（银行借贷与债券融资规模增加）的趋势一致，增速上行表明企业资产负债表加速扩张，企业的经营活动处在较为活跃的状态，是经济景气度改善的表现。

信贷社融关注的是“量”，2020 年“量”的回升与“价”的因素即利率的下行密切相关。2020 年上半年，为了应对疫

情的冲击，央行连续降息降准，金融市场流动性合理充裕。央行明确表示，构建公开市场操作(OMO)利率为短期政策利率和以中期借贷便利(MLF)利率为中期政策利率的央行政策利率体系。2020 年上半年 OMO 利率下调两次共 30bp，MLF 利率下调同样两次共 30bp。与 2019 年末相比，大型存款类金融机构存款准备金率下调了 0.5 个百分点，中小型金融机构的存款准备金率下调了 1 个百分点。

货币政策的偏松调节推动了金融机构对实体经济融资利率的下行。1 年期 LPR 的报价变动跟随 1 年期 MLF 利率，MLF 利率下调两次共 30bp，1 年期 LPR 报价也下调两次共 30bp，而 5 年期以上 LPR 报价下调了 15bp。金融市场流动性的宽松推动了金融机构对实体经济融资利率的下行，2020 年三季度末，企业的贷款加权平均利率与上年末相比降低了 49bp，居民的房贷利率降低了 26bp。

金融机构对实体经济贷款利率降低的幅度，高于 LPR 下行的幅度，与金融机构贷款相对 LPR 的加减点有关。5 月之后 LPR 报价没有再调整过，但是金融机构贷款相对于 LPR 减点的比例上升，相对 LPR 加点的比例减少。货币当局对金融机构 LPR 减点的窗口指导和存量贷款定价基准转换的改革举措，共同促进了实体经济贷款利率的下行。

2. 灵活性是货币政策的基本原则

中央经济工作会议指出，疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固；2021 年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性；要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度；政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。国务院常务会议则要求，续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划。两项政策对缓解小微企业资金压力、保市场主体保居民就业发挥了积极作用。这种优惠政策的延续，反映了政策的连续性和稳定性，是“不急转弯”的体现。

稳健的货币政策既强调稳健，又强调灵活，与目前国内经济所处的宏观环境有关。一方面，工业生产恢复较快，工业增加值同比增速已经连续 4 个月维持在 6.9%甚至更高，已经恢复到疫情之前的水平。但是从反映居民消费的社融消费品零售增速来看，目前与疫情之前仍有不小的差距。疫苗的使用将有助于经济的进一步恢复，但是实际效果还存在不确定性。另一方面，2020 年中国是全球主要经济体中唯一实现正增长的，2021 年中国经济增长仍将明显领先其他主要经济体。中国经济相对表现较好，在全球主要经济体货币政策量化宽松和低利率零利率环境下，热钱流入概率较高，人民币

具有一定的升值压力。因此货币政策不宜再松，要在保持稳健的同时还要注重灵活。

近期央行表示，要保持货币供应量和社会融资规模增速与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。信贷和社融的增长，从疫情发生之前的与名义经济增长基本匹配，到转为与反映潜在产出的名义经济增长匹配，是一个重大的转变。反映潜在产出的名义 GDP 就是在潜在产出的基础上考虑通胀的影响，即 GDP 平减指数的影响。反映潜在产出的名义经济增长波动相对较小，信贷与社融要与之相匹配，表明信贷与社融的增长更加关注经济的长期增长趋势。这意味着 2021 年信贷和社融不应该明显收紧。

社融在 2020 年增速的持续上行，是 2020 年下半年经济持续改善的重要原因。2021 年疫情对经济的影响将继续减弱，同时疫苗的使用也将是国内和国外很多经济活动的限制进一步被放开。经济活动的恢复意味着需求将回升，在供给增长较慢的情况下，物价可能存在一定的上行压力，特别是非食品价格和工业价格。事实上，对于反映中国工业生产的一些大宗商品价格，比如铜价和铁矿石的价格，目前已经到了过去多年来的高点。在疫苗广泛使用之后，部分经济活动恢复的加速可能进一步加大物价上涨的压力，2021 年 PPI 很有可能呈现出阶段性走高的态势。

物价回升到正常水平将带动企业营收和利润的改善。如

果疫苗广泛使用之后，内需与外需形成共振，物价上涨压力明显上升，在这种情况下金融市场的利率可能会有上行压力。考虑到疫苗的大规模使用最早也要在 2021 年二季度，而疫苗使用之后对经济活动的影响要在三季度左右才能显现。因此，如果到 2021 年三季度物价上行的压力明显增加，7 天逆回购利率与 MLF 利率都存在上行的可能。如果 MLF 利率上调，LPR 的利率也将上调。利率水平响应物价变化而上行，基本符合货币政策灵活性的要求。

LPR 的改革推动了贷款利率市场化，而存款利率目前仍然是参考基准利率。在十四五规划中，明确表示深化 LPR 的改革，带动存款利率逐步走向市场化，使央行政策利率通过市场利率向贷款利率和存款利率顺畅传导。2021 年是十四五的开局之年，存款利率市场化的步伐值得期待。

2021 年存款准备金率没有必要进一步下调。目前我国存款准备金率的平均水平为 9.4%，从长期看属于中等水平，但占银行存贷款比重超过 50%的中小银行的存款准备金率仅有 6%，属于较低水平。值得注意的是近三年来存款准备金率持续大幅下降，共下降了 10 次，释放长期资金约 8 万亿。在不长的时间段内持续大幅下调后，存款准备金率带来的货币宽松效应尤其值得关注。2020 年二季度后 M2 明显上升，2020 年末 M1 增速比 2019 年末接近翻倍。贷款与存款余额同比增速之差由 2018 年末的 5.3 个百分点收窄至 2020 年末的 2.6

个百分点。进一步下调带来的边际扩张效应有可能超出货币政策阶段性目标和经济运行的实际需要。货币市场短期季节性的供求关系扰动不应成为存款准备金率再度调降的理由。货币当局有充足的手段和工具来调节市场的季节性供求关系变化，切不宜将 2020 年初的三次调整看成是季节性需求所致。从实体经济复苏良好的状态来看，当前没有必要动用具有长期影响力的货币政策工具。

3. 2021 年货币社融增速将回归常态

在稳健货币政策基调下，2021 年信用周期将回归常态。社融各个分项中，政府债券融资在 2021 年可能变动较大。2021 年名义 GDP 增速将明显回升，财政收入也将会有明显改善；经济面临的下行压力与 2020 年相比将显著减小。这意味着财政赤字的规模将有一定幅度的减少，导致政府债券融资的需求也将减少。

对于企业而言，2020 年 11 月多家地方政府国企债务违约，对信用债市场带来较大的冲击，信用利差分化明显，企业债务推迟或者取消发行的规模也大幅上升。信用债违约对一级市场的影响在 2021 年初将会继续存在，但全年来看影响将较为有限。而 2020 年下半年企业债券融资利率的上行，将对企业债券融资规模的趋势产生较大影响。

2021 年，企业中长期贷款增速能否延续上行趋势，存在

一定的不确定性。前文提到 2020 年企业中长期贷款上行的原因之一是设备更替周期带来的投资需求。一方面，设备更替上行周期从 2019 年下半年以来至今已有 1 年多，过往经验显示设备更替上行期大概为 2 年左右。设备更替周期如果下行，那么制造业的贷款需求就可能会回落。而随着中国经济在 2021 年恢复到正常的区间，基建刺激的必要性也将减弱，相应的基础设施贷款需求也可能放缓。“三条红线”也会抑制房地产开发商部分贷款需求。另一方面，2021 年随着国外疫情逐步得到控制，特别是疫苗在大规模使用之后，外需可能会进一步改善，会提振中国制造业的投资需求。国内经济由被动补库存转为主动补库存阶段，会增加工业和制造业的信贷需求。从长期看，新型城镇化、区域经济一体化和新基建的发展仍将带来可观的中长期贷款需求。因此预计，2021 年企业中长期贷款增速仍有可能保持平稳，大幅变动的可能性较低。

对于居民部门而言，过去几年居民贷款保持相对平稳，变动不大。预计这种趋势在 2021 年仍将延续。2020 年末，央行等机构制定了对银行发放房地产贷款集中度的要求，对于居民来说，影响的主要是按揭贷款。2020 年个人按揭贷款新增 3 万亿，同比增长 9.9%，增速较去年同期下降 5.2 个百分点。2020 年新增按揭贷款占银行贷款增量的比例为 15.3%，为过去 8 年来较低水平，与 2016 年 19.3%的高点有明显的下

行。按揭贷款增长放缓，居民整体的贷款余额增速目前也处于历史较低水平，未来难以大幅下降。根据上市银行 2020 年前三季度所披露的财报来看，存在少数银行个人住房贷款超过相应标准的状况，需要在未来 2-4 年时间内将作出相应调整。这些银行在控制新增个人住房信贷增速的同时，适当压缩存量，达到监管要求，但对总量的影响较为有限。2021 年居民的信贷增速仍将保持平稳运行。

从融资成本的角度看，2021 年 LPR 进一步降低的可能性不高，但是金融机构对企业的贷款加权平均利率还有下行的空间，表现为贷款利率相对 LPR 加点比例减少，相对 LPR 减点的比例增加，以进一步降低企业的融资成本。而居民的房贷利率则难以进一步下行。

综上分析，2021 年的社融余额增速可能从 2020 年末的 13.6%左右降低至 12%-11.5%，信贷增速可能小幅下行至 12.5%附近，M2 增速则可能放缓至 8.5%左右，货币和社融运行大致回归到常态水平。

作者简介：

连平 植信投资首席经济学家兼研究院院长

刘鸿 植信投资研究院高级研究员