央行四季度例会：延续中央经济工作会议的基调

刘鸿 植信投资研究院高级研究员

2020 年 12 月 30 日

央行货币政策委员会四季度例会是在中央经济工作会议确定 2021 年政策基调之后举行的。因此对比四季度例会与三季度例会，从整体上来看，会议对货币政策基调以及下一阶段工作目标的表述都与中央经济工作会议基本一致。不过，本次会议在某些方面也有新的提法，值得重视。

会议首先分析了近期国内国外的经济金融形势。对于国内经济增长，认为目前内生动力增强，但是也面临疫情等不稳定不确定因素的冲击。最近国内部分地区疫情出现了反复，相应的防控措施有一定程度的加强，对交通、旅游等部分经济活动的限制也增加。这表明疫情的不确定性对经济增长的影响还会持续一段时间。疫苗的接种是有效控制疫情的重要措施，全国多个地方已经开始对感染新冠风险较高的重点岗位人员接种疫苗。但是距离通过接种疫苗实现群体免疫还需要一个过程。因此，未来一段时间经济内生动力增强与不稳定不确定因素影响大概率还将同时存在。

正是在这种环境下，货币政策委员会例会指出，稳健的

货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性，把握好政策时度效。坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，不急转弯。这种表述与中央经济工作会议一致。“不急转弯”是中央经济工作会议中关于宏观政策包括货币政策的要点，也是此次央行货币政策委员会例会的内容。这有两方面的含义，首先是货币政策要稳健，不急着转弯，不应该出现大幅的收紧和调整；其次是不要搞“急转弯”，即考虑到经济增长已经逐渐恢复，货币政策即便要调整，也是相对平稳的微调。事实上，“不急转弯”的基调已经在政策执行上面有体现。近期的国务院常务会议指出，延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。

2020 年为了应对新冠疫情的冲击，国内的宏观杠杆率有较大幅度的上涨。按照社科院的统计，国内实体经济债务占 GDP 比例从去年末的 245%上升至今年三季度末的 270%，上涨幅度远远超过过去几年的平均水平。关于杠杆率，此前央行的官员也表示过，杠杆率的阶段性上升是金融扩大对实体经济信用支持的体现，是为未来的合理宏观杠杆率水平创造条件。随着国内经济逐步恢复到正常区间，对于宏观杠杆率的表述也转变为保持宏观杠杆率基本稳定。

宏观杠杆率是实体经济债务存量与名义 GDP 的比值。

2021 年国内名义 GDP 增速会有较大幅度上涨，这是宏观杠杆率基本稳定的条件之一。对于杠杆率的分子，即债务存量的增长，与社融的增长高度相关。三季度央行货币政策执行报告中指出，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。在中央经济工作会议和四季度央行货币政策委员会例会中强调，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。这表明国内经济增长已经逐渐回归到潜在增速附近。预计 2021 年社融增速将从 2020 年末的 13.6%附近回落至 12%-12.5%的区间，信贷增速将放缓至 12.5%，M2 增速将回落至 8.5%左右。

三季度例会中强调要促进企业综合融资成本明显下降。四季度的表述为，巩固贷款实际利率水平下降成果，促进企业综合融资成本稳中有降。与去年末相比，今年三季度末企业的贷款加权平均利率下行幅度达到 49bp，超过了 1 年期 LPR 下行的 30bp，主要来自于相对 LPR 报价减点贷款比例增加，加点贷款比例减少。这体现了 LPR 改革对于降低企业融资成本起到的作用。央行四季度例会对于融资成本的表述从明显下降改为稳中有降，这似乎表明未来 LPR 大幅降低的可能性不大，但银行对企业实际贷款相对 LPR 减点的比例还有提高的空间。

此次央行例会中一个新的提法是，引导企业和金融机构

坚持“风险中性”理念。这种表述在一定程度上反映了货币当局引导企业和金融机构逐步适应市场化的利率和汇率环境，增强风险定价能力，运用合理工具管理和对冲风险的监管要求。2020 年市场波动加大，对于金融机构和实体企业的风险管理都提出了不小的挑战。坚持“风险中性”的理念，也有助于进一步促进利率和汇率的市场化改革。

免责申明：

本报告由植信投资研究院撰写发布。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但植信投资研究院对这些信息的准确性及完整性不作何保证。

本报告仅为报告出具日的观点和预测。该观点及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，植信投资研究院可能会发布与本报告观点和预测不一致的研究报告。