“金融服务实体”，关注民企贷款

——人民银行四季度例会点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 宏观组
研究员
徐闻宇
☎ 021-60827991
✉ xuwenyu@htfc.com
从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454

联系人
吴嘉颖
☎ 021-60827995
✉ wujiaying@htfc.com
从业资格号：F3064604

相关研究：
稳杠杆、稳金融，化解地方债务风险——中央经济工作会议点评
2020-12-19
中期展望继续改善，关注短期风险——美联储 12 月议息会议点评
2020-12-17
改革增加需求侧，关注 2021 年存量博弈——12 月 11 日政治局会议点评
2020-12-12
欧央行如期增加宽松，关注美联储行动空间——欧央行 12 月议息会议点评
2020-12-11
适应经济高质量发展，市场的钱不缺不溢——三季度中国货币政策执行报告点评
2020-11-27
利率反弹未结束——国债期货下跌快评
2020-11-19

事件

央行 2020 年第四季度例会：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，保持对经济恢复的必要支持力度。综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，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，保持宏观杠杆率基本稳定。

点评

2021 年货币政策继续从总量转向结构。央行四季度例会对于货币政策总量“合理适度”的表述是“三个保持”：1）保持流动性合理充裕，2）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，3）保持宏观杠杆率基本稳定。在保持中体现了政策的不急转弯，同时操作上的更精准有效体现在央行承担准财政行为，即结构上的“灵活精准”货币政策“三个工具”：再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具。我们预计 2021 年货币政策从总量向结构的转变背后一方面是经济恢复带来的逆周期调节的总量政策退出，金融增速从高于经济增速向和经济增速匹配回落，另一方面政策转向的是“跨周期”而非“顺周期”，意味着在“宝贵时间窗口”改革创新活动在 2021 年或值得期待，我们在“中央经济工作会议点评”中提到的地方政府债务风险的处置依然值得关注。货币政策表现为对应“逆周期”退出而收紧，对应“跨周期”带来的风险，则需要处理好恢复经济和防范风险关系，守住不发生系统性金融风险的底线，意味着货币政策或难以有效收紧，相比较顺周期结构资产年末上涨的“一致性预期”，2021 年跨周期结构的风险带来的资产结构，成长和价值的切换并不顺畅，即尽管大周期结构上随着弱美元下产能周期向上带动的价值回归[1]，但是明年可能面临库存周期向下和产能周期向上转换过程中的结构切换的抵抗。

2021 年关注人民币资产和负债的扩张。央行四季度例会中对于“金融服务实体”给出了一个接近量化的目标：方向上，引导金融机构增加制造业中长期贷款；结构上，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。这意味着更多的私人抵押品将进入到市场，背后将构建的是“新基建”驱动的数字孪生。29 日国务院也印发了《关于实施动产和权利担保统一登记的决定》，意味着担保品从不动产向动产和权利品的扩大。2021 年一方面对应的是地产债务风险处置带来的压力，另一方面是基于人民币新抵押品带来的资产和负债的再次扩张，我们认为未来依然是产能周期向上带来的扩张，但是中间（尤其是 2021 年）仍将承受风险的波动。

[1] 参见宏观利率年报“从再库存到再产能，利率曲线陡峭化”

附：中国人民银行货币政策委员会召开2020年第四季度例会

来源：人民银行[2]

中国人民银行货币政策委员会2020年第四季度（总第91次）例会于12月25日在北京召开。

点评：对2020年的货币政策，认为服务实体经济的质量和效率处在“逐步提升”的过程中，意味着2021年有继续提升的空间。

会议分析了**国内外经济金融形势**。会议认为，今年以来统筹疫情防控和经济社会发展工作取得重大成果，经济运行逐步恢复常态。稳健的货币政策体现了前瞻性、精准性和时效性，大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展，金融风险有效防控，金融服务实体经济的质量和效率**逐步提升**。存量浮动利率贷款定价基准转换顺利完成，贷款市场报价利率改革红利持续释放，货币传导效率增强，贷款利率明显下降，人民币汇率总体稳定，双向浮动弹性增强，发挥了**宏观经济稳定器功能**。

点评：2021年货币政策“灵活精准、合理适度”。具体表述上央行首先表达了“合理适度”：流动性合理充裕、金融增速与经济增速基本匹配、宏观杠杆率基本稳定。“灵活精准”的准财政要求中，贯彻国常会对直达政策的要求。

会议指出，当前境外疫情和世界经济**形势依然复杂严峻**，国内经济**内生动力增强**，但也面临疫情等不稳定不确定因素冲击，要加强经济形势的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，支持经济高质量发展。**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，保持对经济恢复的必要支持力度。综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性**合理充裕**，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**，保持宏观杠杆率**基本稳定**。进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具的牵引带动作用，加大对科技创新、小微企业和绿色发展的金融支持，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。**深化金融供给侧结构性改革**，引导**大银行**服务重心下沉，推动**中小银行**聚焦主责主业，增强金融市场的活力和韧性，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。**着力打通货币传导的多种堵点**，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，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。**构建金融有效支持实体经济的体制机制**，完善金融支持创新体系，围绕创新链和产业链打造资金链，形成金融、科技和产业良性循环和三角互动，**引导金融机构增加制造业中长期贷款，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应**，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。

点评：金融服务实体，论述中强调了增加制造业中长期贷款，这一贷款量的结构需要发生变化——民营企业贷款占比要和其对经济的贡献相适应。

会议强调，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真贯彻落实党的十九届五中全会和中央经济工作会议精神，按照党中央、国务院的决策部署，坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，不急转弯，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，以推动高

[2] http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4155352/index.html

点评：不急转弯的货币政策需要处理好“恢复经济”中货币政策宽松退出，以及“防范风险”中流动性供给提高的关系，稳健的货币政策做到“前瞻性、精准性和时效性”

质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持扩大内需战略，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，以高质量发展为“十四五”开好局。深化利率汇率市场化改革，健全市场化利率形成和传导机制，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。**处理好恢复经济和防范风险关系**，守住不发生系统性金融风险的底线。

本次会议由中国人民银行行长兼货币政策委员会主席易纲主持，货币政策委员会委员丁学东、邹加怡、刘国强、郭树清、易会满、潘功胜、田国立、刘世锦、马骏出席会议。连维良、陈雨露、宁吉喆、刘伟因公务请假。中国人民银行广州分行、营业管理部、重庆营业管理部负责同志列席会议。（完）

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com