什么是常态化货币政策？

一、今年货币政策属于应对疫情的危机模式，并非常态化政策

- **今年 1-4 月货币政策处于应对危机的模式，属于非常态化的货币政策。**MLF、逆回购利率均有所下调，且自 2008 年以来首次下调超额存款准备金利率（从 0.72%下调至 0.35%），着眼于降低实体经济融资成本。
- **5-7 月，伴随国内疫情防控形势持续向好，经济逐步开始复苏，货币政策呈现边际收紧状态。**经济修复向好的同时，个别金融领域出现杠杆率回升和资金空转现象，金融风险苗头隐现，兼顾防止房价过快上涨、金融风险、空转套利等问题。
- **8 月以来央行维稳意图明显，货币政策并未进一步收紧。**DR007 总体围绕 7 天逆回购利率波动，重回央行合意区间。目前货币市场利率稳定在政策利率附近，未来将会逐步退出直达工具和信用扩张等宽信用政策。

二、什么是常态化货币政策？——名义 GDP 增速与 M2 相匹配

- **常态化的货币政策即名义 GDP 增速与 M2 相匹配。**根据货币数量论，在货币流通速度不变的前提下，货币供给数量增速（M2 增速）与实际总产出乘以物价总水平的增速（名义 GDP 增速）相等。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。
- **历史上经济稳步增长，货币政策常态化时期，M2 与 GDP 增速是相匹配的。**2005-2007 年、2011-2019 年，我国经济稳中向好，GDP 与 M2 窄幅波动，大体处于相匹配的状态。

三、货币政策正逐步回归常态化，明年信用扩张速度将有所放缓

- **随着经济复苏继续延续，货币政策正逐步回归正常化。**今年 5 月，中国人民银行将 M2 增速与名义 GDP 增速的关系定为“基本匹配并略高”；11 月 26 日，2020 年第三季度货币政策执行报告提出“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”。体现了随着经济复苏继续延续，我国在逆周期调节中，货币政策正在逐步向常态化迈进。
- **预计明年信用扩张速度将有所放缓。**展望 2021 年，随着经济常态化复苏，政策回归中性，信贷增速有望与名义 GDP 增速相匹配，明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（今年预计为 35 万亿元）；M2 增速或将降至 10%；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（今年预计为 20 万亿元）。信用环境存在局部市场风险，如弱资质主体、民企主体、尾部城投及部分地产主体可能存在一定的压力和风险，但不会造成系统性金融风险。

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

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 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

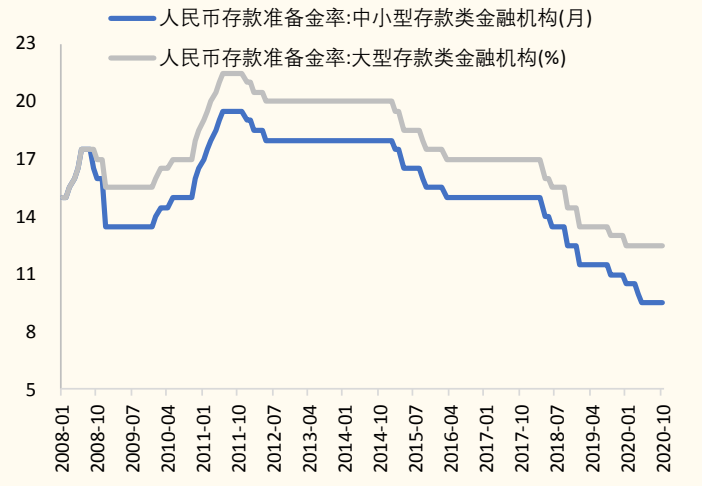
一、今年货币政策属于应对疫情的危机模式，并非常态化政策

今年 1-4 月货币政策处于应对危机的模式，属于非常态化的货币政策。回顾今年以来的货币政策，短期重点在于提供流动性、稳定金融体系，中期则着眼于降成本，且“量”的宽松非常明显。2020 年 2 月以来，疫情冲击下，央行大规模提供流动性并在全球央行中率先降息，推出非常规货币政策，市场资金面持续宽松。首先，加大再贷款支持，2 月以来央行先后增加 3000 亿元专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供；新增再贷款再贴现额度 5000 亿元，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月末又增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元；其次，三次定向降准，1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放长期资金 8000 多亿元；3 月 16 日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点，释放资金 5500 亿元；4 月定向下调存款准备金率 1 个百分点，分两次实施，共释放资金 4000 亿元。MLF、逆回购利率均有所下调，且自 2008 年以来首次下调超额存款准备金利率（从 0.72%下调至 0.35%），着眼于降低实体经济融资成本。

5-7 月，伴随国内疫情防控形势持续向好，经济逐步开始复苏，货币政策呈现边际收紧状态。经济修复向好的同时，个别金融领域出现杠杆率回升和资金空转现象，金融风险苗头隐现，兼顾防止房价过快上涨、金融风险、空转套利等问题，货币政策呈现边际收紧的态势。

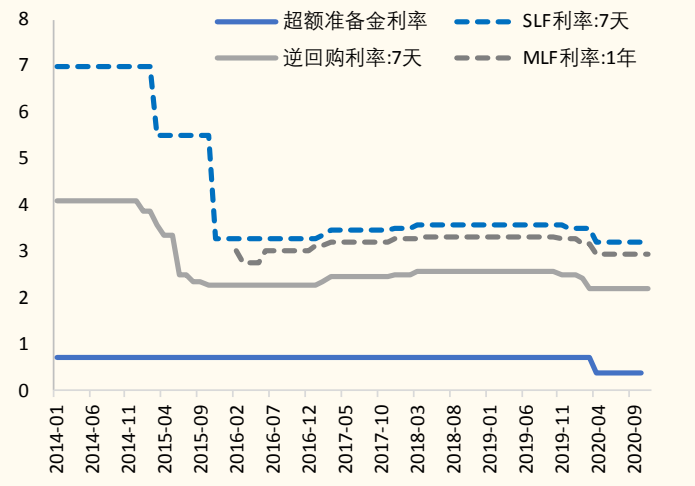
8 月以来，央行维稳意图明显，货币政策并未进一步收紧。DR007 总体围绕 7 天逆回购利率波动，重回央行合意区间。同业存单利率的上行斜率亦有所放缓，但基本面回暖之下长债利率仍面临上行压力。今年全年货币政策呈现上半年应急模式、下半年精准导向模式的状态，并不是常态化的货币政策。目前货币市场利率稳定在政策利率附近，未来将会逐步退出直达工具和信用扩张等宽信用政策。

图表 1：今年降准两次（%）



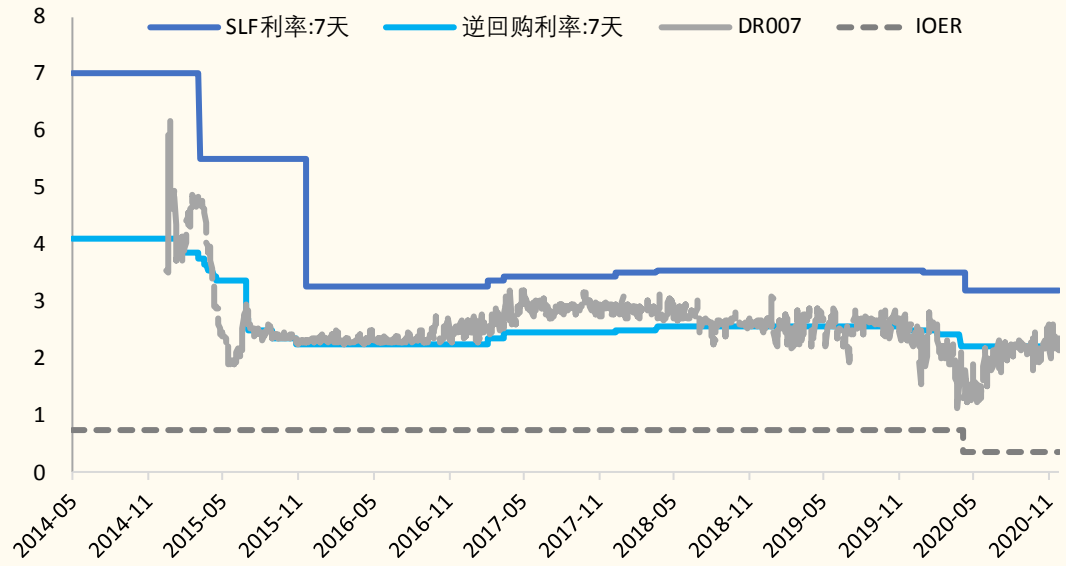
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：今年多次下调政策利率（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：当前 DR007 总体围绕 7 天逆回购利率波动（%）



来源：Wind，国金证券研究所

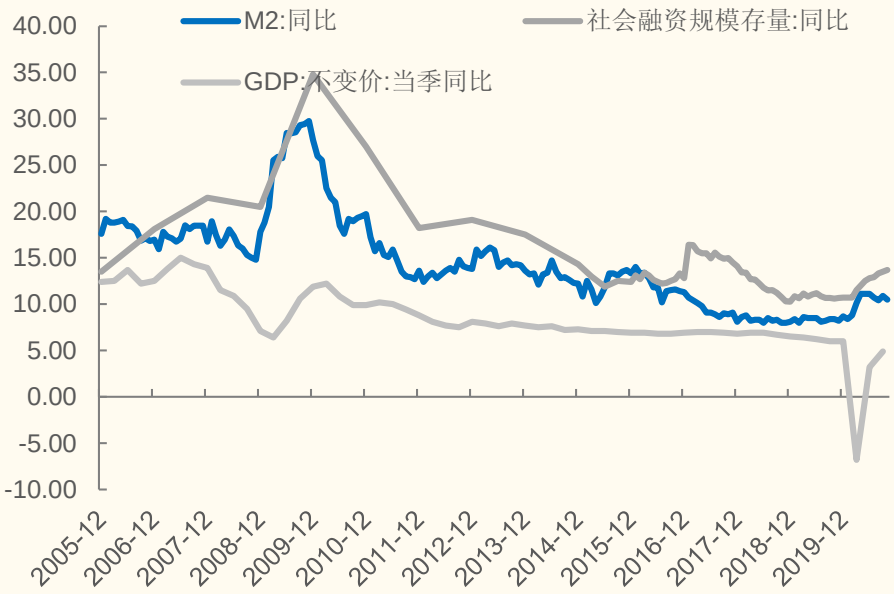
二、什么是常态化货币政策？——名义 GDP 增速与 M2 相匹配

根据货币数量论，在货币流通速度不变的前提下，货币供给数量增速（M2 增速）与实际总产出乘以物价总水平的增速（名义 GDP 增速）相等。如果 M2 增速高于名义 GDP 增速，那么就意味着货币政策偏松，反之偏紧。M2 增速等于名义 GDP 增速则恰好对应于稳健的常态化货币政策。我国保持 M2 增速与名义 GDP 增速相匹配，以防止货币超发、维护人民币币值稳定。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。

历史上经济稳步增长，货币政策常态化时期，M2 与 GDP 增速是相匹配的。经济低迷时，政府出手干预经济，宽松的货币/信用政策带动 M2 高增长，由于政策落地以及发挥作用的滞后性，M2 和 GDP 增速差有所拉大。随着宽松的货币政策退出，经济恢复增长，M2 与 GDP 增速则趋于匹配。**2005-2007 年、2011-2019 年，我国经济稳中向好，GDP 与 M2 窄幅波动，大体处于相匹配的状态。**在 2008-2010 年，次贷危机席卷全球，经济下滑，货币政策从 2008 年底到 2009 年底延续宽松，之后随着货币政策退出，M2 与 GDP 增速也在半年后恢复常态，此后则一直保持一个相对平稳的匹配状态。

今年 5 月，中国人民银行将 M2 增速与名义 GDP 增速的关系定为“基本匹配并略高”；11 月 26 日，2020 年第三季度货币政策执行报告提出“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”。体现了**随着经济复苏继续延续，我国在逆周期调节中，货币政策正在逐步向常态化迈进。**

图表 4：常态化货币政策下 M2 与 GDP 增速相匹配（%）



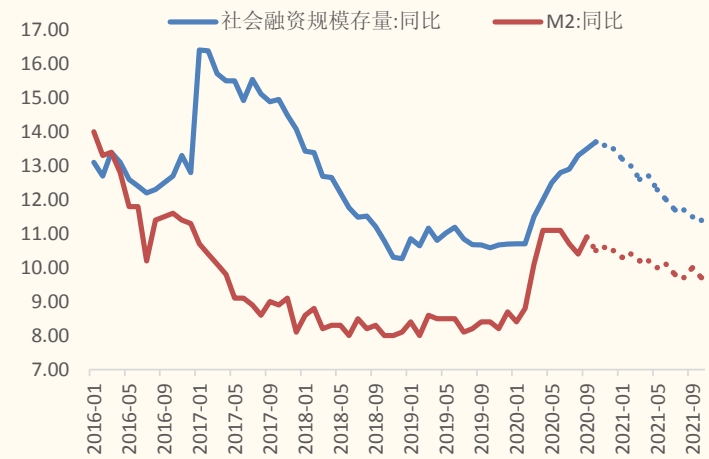
来源：Wind，国金证券研究所

三、货币政策将回归常态化，明年信用扩张速度将有所放缓

央行近期对于未来货币政策将逐步回归常态化的表态较多。央行货币政策司司长孙国峰近日曾表示，下一阶段，稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点。年内货币政策预计也将继续维持稳健。流动性政策方面，预计继续维持流动性合理充裕，引导资金市场利率围绕政策利率周围波动，并加强对波动幅度的控制；信贷政策方面，针对中小微企业、制造业、线下服务业等复苏薄弱部门的结构性政策预计仍将延续。三季度以来，货币政策总体较为稳健，没有较大的货币和金融政策出台，这已是货币政策常态化的第一步。年末市场流动性需求较大，全球经济走弱，国内生产快于消费，大企业好于中小企业，经济内生性的恢复并不强；政策需要一定的延续性，预计到明年年初货币政策将延续边际宽松，而后会分步有序退出。

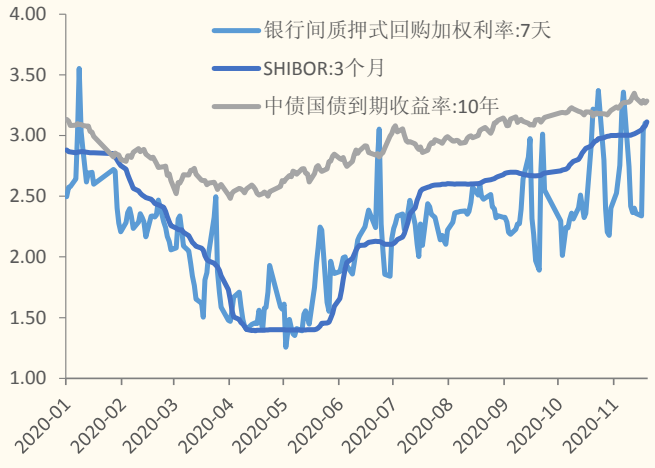
近期债券市场违约事件频繁，流动性紧张，市场担忧情绪加重。11 月 13 日永煤控股的债券发生违约，今年的信用债违约已经蔓延至 AAA 级债券。资金面边际趋紧，SHIBOR，DR007，十年国债利率全线上行。11 月 16 日，央行宣布开展 8000 亿元 MLF 操作，为年内最大规模的 MLF 操作，实现净投放 2000 亿元。央行连续三个月超额续做 MLF，更倾向于通过公开市场操作维持市场阶段性流动性平衡，而非通过降息降准手段全面性的扩大流动性水平，未来一段时间，货币政策将逐步回归正常状态。

图表 5：2021 年社融规模存量或将下降至 11%左右



来源：Wind，国金证券研究所

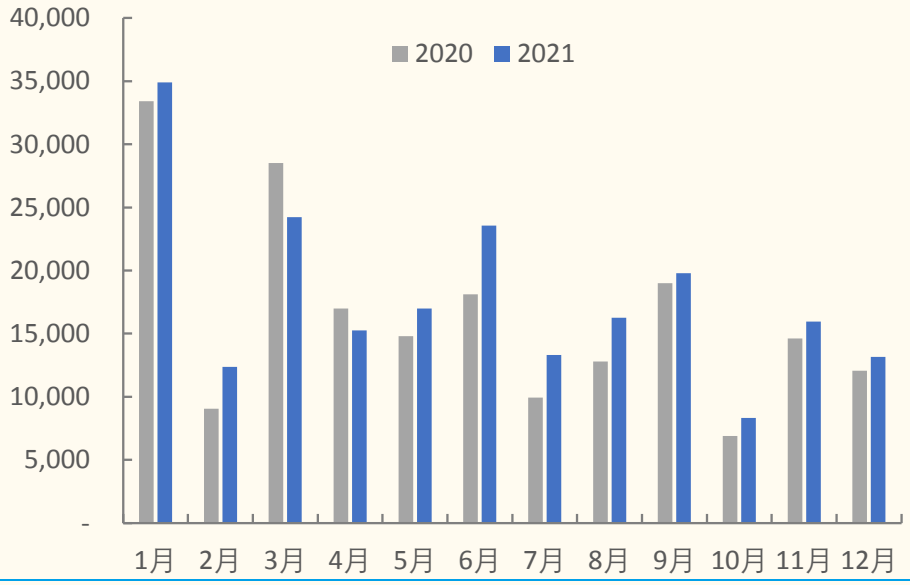
图表 6：今年以来资金面流动性变化



来源：Wind，国金证券研究所

常态化货币政策背景下，预计明年信用扩张速度将有所放缓。10 月 21 日易纲行长在 2020 年金融街论坛上提出，“保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”。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，明年社融增速、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。**展望 2021 年，随着经济常态化复苏，政策回归中性，信贷增速有望与名义 GDP 增速相匹配，明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（今年预计为 35 万亿元）；M2 增速或将降至 10%；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（今年预计为 20 万亿元）。**信用环境存在局部的市场风险，如弱资质主体、民企主体、尾部城投及部分地产主体可能存在一定的压力和风险，但不会造成系统性金融风险。

图表 7：2021 年信贷增量将有所放缓（亿元）



来源：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、 部分行业受到负面影响远超预期。

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