中性回归，以静制动
——2021 年货币政策及流动性展望

■ **货币政策正从应对疫情冲击的偏宽松状态向后疫情时代的稳健中性取向逐步回归，政策重心也相应由“稳增长”倾向“防风险”。**今年 1-4 月，突如其来的疫情冲击使得我国经济陷入负增长区间，货币政策采取相对宽松立场，且节奏前置、力度加码。5-7 月，随着我国经济稳步修复，资金空转套利等隐忧有所显现，货币政策明显收紧，使得资金利率和国债收益率显著上行。8 月以来，央行“维稳”意图开始显现，货币政策并未进一步收紧。

■ **经济回暖和“防风险”是货币政策回归中性的主要原因。**首先，“内外双驱”下我国经济的修复动力边际增强，增速有望向潜在增长水平回归；且今年以来金融数据持续超预期，特别是企业和居民中长贷表现亮眼，政策进一步宽松的必要性下降。其次，上半年货币财政“双宽松”产生了宏观杠杆率攀升、企业套利、房价上涨等负面效应，引起了决策者的警惕，政策边际收紧以引导信贷增量、利率水平和资产价格回归合理增长区间。**但考虑到中小银行流动性压力等结构性问题，货币政策尚未到收紧之时，“稳货币”“稳信用”或将成为四季度和明年初的政策基调。**

■ **货币政策操作方面，央行有望“以静制动”。**数量型调控上，年内降准概率较低；再贷款将持续发力，并落实直达实体工具。展望明年，基准情形下，可能有一次全面降准，幅度约为 50bp，预计在下半年落地；结构性政策有望继续发力。价格型调控上，年内 1 年期/5 年期 LPR 大概率保持不变，年末分别为 3.85%和 4.65%；明年 1 年期/5 年期 LPR 或将继续持平于今年年末水平。

■ **银行间市场流动性预计维持紧平衡状态，广义流动性将趋于收敛。**今年末至明年初银行间流动性压力或边际增加，且明年 DR007 中枢的波动或将较大。预计明年同业存单利率仍有上行压力，但上行幅度有限。货币信贷增速有望保持在与反映潜在产出的名义 GDP 增速相匹配的水平上：2021 年末社融存量增速或将回落至 11.5%；M2 增速或将降至 9.5%；人民币贷款增速基本持平于今年，为 12.8%。

谭卓，宏观经济研究所所长
招商银行研究院
☎：0755-83167787
✉：zhuotan@cmbchina.com

蔡玲玲，资金管理团队主管
资产负债管理部
☎：0755-88259023
✉：cailingling@cmbchina.com

杨薛融，宏观研究员
招商银行研究院
☎：0755-22699005
✉：yangxuerong@cmbchina.com

邹萌，资金管理岗
资产负债管理部
☎：0755-83195449
✉：zoumeng1@cmbchina.com

许天阳，资金管理岗
资产负债管理部
✉：brightxu@cmbchina.com

目录

一、货币政策立场：回归中性 1
（一）2020 年货币政策历程 1
（二）货币政策目标：“稳增长”VS“防风险” 3
二、货币政策操作：以静制动 6
三、2021 年流动性前瞻：趋于收敛，波动加大 8
（一）银行间市场流动性：维持紧平衡 8
（二）实体流动性：“社融-M2”剪刀差收窄 9
四、小结：后疫情时代的货币政策何去何从 10

图目录

图 1：货币政策趋于中性回归 1
图 2：疫情高峰期逆周期调节力度加码 1
图 3：5 月以来债券供给压力显著上升 1
图 4：5 月以来资金面边际收敛 2
图 5：央行 6-7 月净回笼、8-9 月净投放 2
图 6：5 月以来同业存单量价齐升 2
图 7：社融与 M2“剪刀差”自 5 月以来走阔 2
图 8：9 月工业生产超预期增长 4
图 9：9 月社零当月同比增速加速回升 4
图 10：上半年我国宏观杠杆率跳升 21pct 4
图 11：6 月以来“票据-存款”间的套利空间消失 4
图 12：结构性存款压降拖累 M2 增速 5
图 13：5 月以来各类银行同业存单利率均快速上行 5
图 14：今年 6 月以来人民币汇率持续走强 6
图 15：今年以来中美利差持续走阔 6
图 16：我国准备金率仍有一定的调整空间 7
图 17：四季度超储率普遍趋于季节性回升 7
图 18：2019 年 11 月以来，MLF 和 LPR 同步下行 8
图 19：今年以来贷款利率持续下行 8
图 20：明年 DR007 中枢或将进一步上移 9
图 21：5 月以来同业存单利率快速上行 9
图 22：2021 年社融存量增速或将有所回落 10
图 23：2021 年 M2 增速或将有所回落 10

一、货币政策立场：回归中性

（一）2020 年货币政策历程

回顾 2020，我国货币政策立场大致可分为两个阶段。1 至 4 月，突如其来的疫情冲击使得我国经济陷入负增长区间，“稳增长”“保就业”压力骤增，货币政策采取相对宽松立场，且节奏前置、力度加码。资金面因此呈现宽松态势，债券收益率亦大幅下行，但也出现了资金空转套利等隐忧。5 月以来，随着我国经济稳步修复，央行更加注重“稳增长”与“防风险”的平衡，“防风险”的考量权重上升，货币政策开始向中性回归。

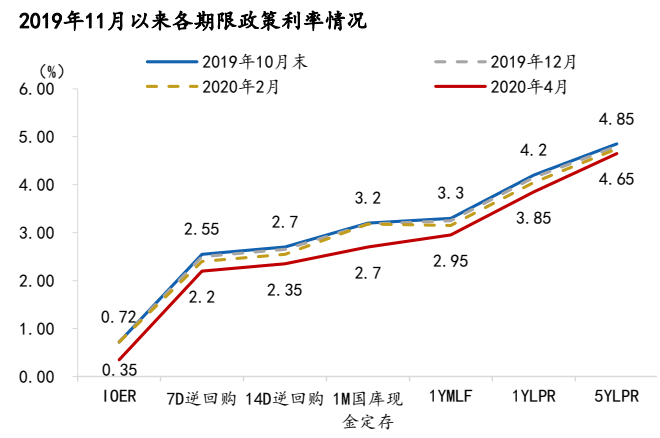
图 1：货币政策趋于中性回归



资料来源：招商银行研究院

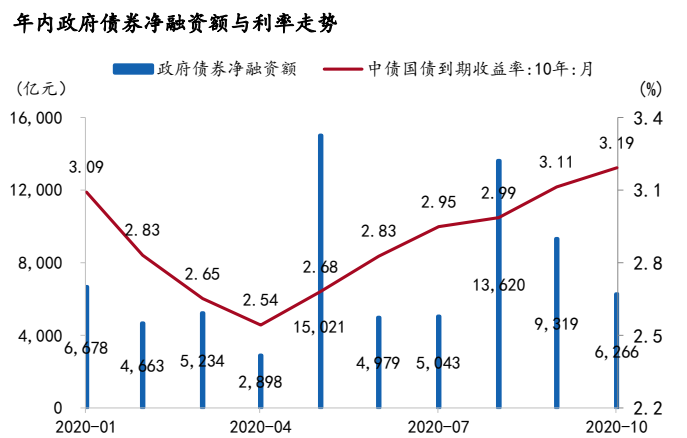
5 至 7 月，为防范资金空转套利，货币政策明显收紧，使得资金利率和国债收益率显著上行。尽管政府债放量发行，但央行并未降准予以对冲，OMO/MLF/再贷款再贴现等流动性投放亦边际收敛，6-7 月分别净回笼资金 3,907 亿元和 5,004 亿元；MLF 利率和 1 年期/5 年期 LPR 均保持不变。受此影响，DR007 由 5 月 16 日当周的 1.32%上行 87bp 至 7 月末当周的 2.19%，同期 10 年期国债收益率亦由 2.68%上行 25bp 至 2.93%。

图 2：疫情高峰期逆周期调节力度加码



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 3：5 月以来债券供给压力显著上升



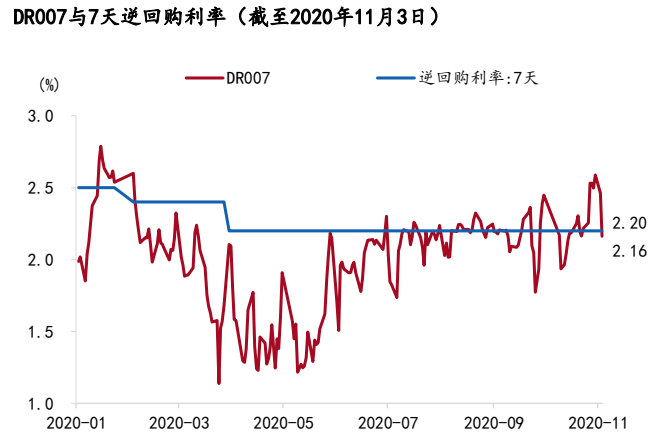
资料来源：Wind，招商银行研究院

8 月以来，随着套利空间得到有效遏制，央行“维稳”意图开始显现，货币政策并未进一步收紧。一方面，债券/票据融资利率的回升使得“贷款/债券/票据-结构性存款/理财”的套利空间不复存在；另一方面，受疫情影响，我国经济增长动能仍然低于潜在水平。市场利率与政策利率的偏离有所缓解：2-4

月间，市场利率快速下行，与政策利率间的利差明显走阔，对应货币政策偏宽松的取向；5-7 月间，央行适度抬升资金利率中枢，利差逐步收窄；8 月以来，DR007 总体围绕 7 天逆回购利率（2.2%）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。

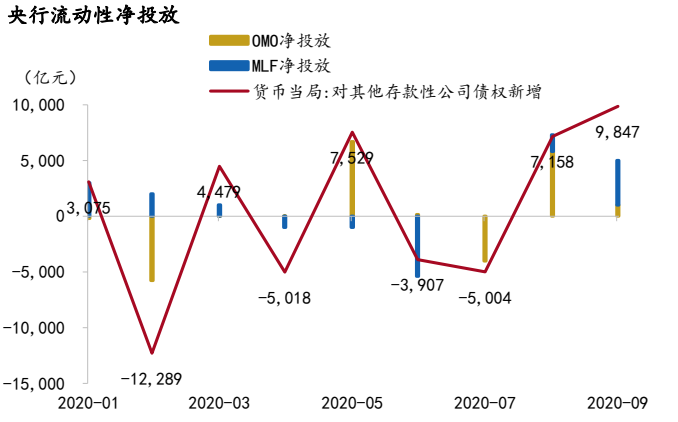
相较总量型工具，当前央行明显更偏好通过公开市场操作调节流动性。一是强化了对关键时点流动性的“削峰填谷”和预期引导，8-9 月资金净投放分别达 7,158 亿和 9,847 亿，8-9 月末 OMO 余额分别达 7,800 亿和 7,700 亿，较 7 月末的 4,900 亿有所增加；二是 8-10 月 MLF 连续 3 个月超量续作，以满足金融机构中长期流动性需求。

图 4：5 月以来资金面边际收敛



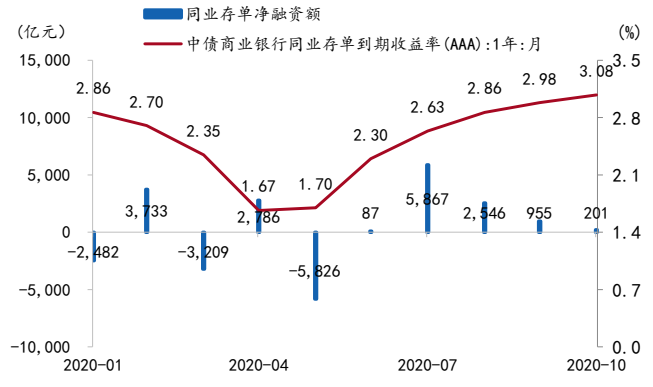
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 5：央行 6-7 月净回笼、8-9 月净投放



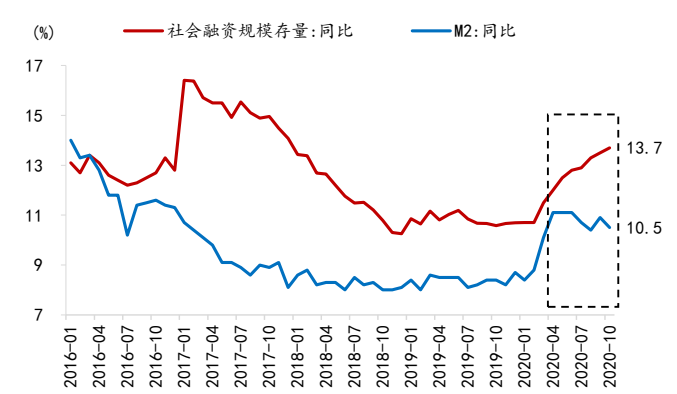
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 6：5 月以来同业存单量价齐升



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 7：社融与 M2“剪刀差”自 5 月以来走阔



资料来源：Wind，招商银行研究院

市场利率上行叠加结构性存款压降，使得商业银行负债端遭受冲击，体现为同业存单量价齐升，且“社融-M2”剪刀差持续走阔。一方面，6 月以来，作为银行同业负债的重要手段，同业存单净融资额由 5 月的负值快速转正，6-10 月间的合计达 0.97 万亿元，同比大幅多增 0.87 万亿元。1 年期 AAA 同业存单发行利率由 6 月初的 1.85%上行 129bp 至 10 月末的 3.14%，并超过同期 MLF 利率（2.95%），表明同业存单发行主要受供给驱动。另一方面，社融

M2 增速走势分化，指向后续利率上行的概率加大。受信贷高增和政府融资放量驱动，社融增速由 4 月末的 12%继续上行至 10 月末的 13.7%，但受结构性存款压降、同业投资趋于收缩和财政投放速度偏缓等因素影响，同期 M2 增速则由 11.1%回落至 10.5%。

事实上，央行在二季度末便传递出了政策趋于收敛的信号。在 6 月 18 日陆家嘴论坛上，易纲行长于疫后首次提出“要关注政策的后遗症，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出”，指向总量型政策不会进一步加码。8 月 8 日央行发布二季度货币政策执行报告，再次强调“坚持实施正常的货币政策”，并反思了低利率政策的负面效应，明确三季度“稳货币”“调结构”的政策基调。进一步地，8 月 25 日的国务院政策例行吹风会又首次提出了货币政策的“三个不变”[1]。9 月 25 日货币政策三季度例会较前次删除“坚持总量政策适度”，但亦删除“加大宏观政策调节力度”，更加强调“精准导向”，指向政策趋于回归中性、资金面有望保持平稳，结构性政策仍将继续落地。

从官方表态看，央行当前对政策的态度仍相对审慎。10 月 14 日央行在新闻发布会上的表述指出，目前流动性的量和价均与经济基本面相适应[2]，指向年内降准降息概率下降；且随着经济修复动能逐步增强，政策关注点开始逐渐向“稳杠杆”倾斜。10 月 21 日的金融街论坛上，易纲行长明确了下一阶段的政策目标，即“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”；今年疫情冲击的特殊情况下，货币供应明显高于潜在产出水平，明年随着经济继续向潜在增速回归，货币供应增速与名义 GDP 增速间的缺口将显著收窄。11 月 6 日的国务院政策例行吹风会上，央行定调后疫情时代的政策取向，即“特殊时期出台的政策将适时适度调整”，但“对于需要长期支持的领域进一步加大政策支持力度”，并强调“不能出现‘政策悬崖’”，意味着后续政策的着力点将继续向民营小微企业等薄弱领域倾斜。

（二）货币政策目标：“稳增长”VS“防风险”

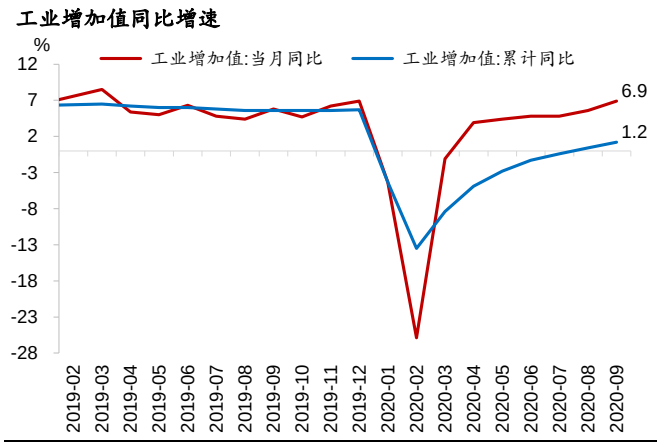
货币政策正从应对疫情冲击的偏宽松状态向后疫情时代的稳健中性取向逐步回归，政策重心也相应由“稳增长”倾向“防风险”，主要驱动因素有三方面：

一是“内外双驱”下我国经济的修复动力边际增强，货币政策进一步宽松的必要性下降。9 月国内经济回暖趋势延续，修复斜率边际上行，其中工业生产、制造业投资、消费加快修复，房地产、基建韧性犹存。随着全球经济重启，外需边际回暖和替代效应下，我国产业链完备的优势将继续显现，出口有望得到支撑，并带动制造业生产及投资继续回升。此外，虽然新冠病毒仍可能对经济造成扰动，但随着新冠病死率不断走低，社交隔离和防疫政策力度趋于减弱，

[1] 即“稳健货币政策的取向不变”、“保持灵活适度的操作要求不变”、“坚持正常货币政策的决心不变”。
[2] 从量的维度看，央行认为“目前从长期、短期、中期流动性来看，银行体系流动性都保持在合理充裕的水平。”从价的维度看，央行认为“利率水平与当前的经济基本面总体是匹配的”。

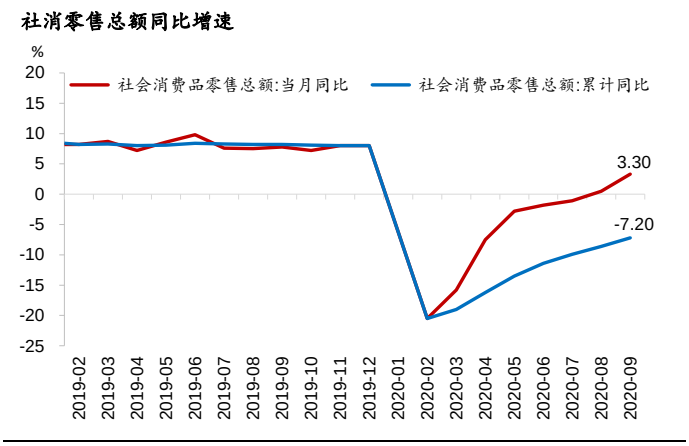
未来疫情对经济的影响将边际弱化，这意味着全球经济仍将持续弱复苏，出现“二次探底”的概率较低。

图 8：9 月工业生产超预期增长



资料来源：Wind，招商银行研究院

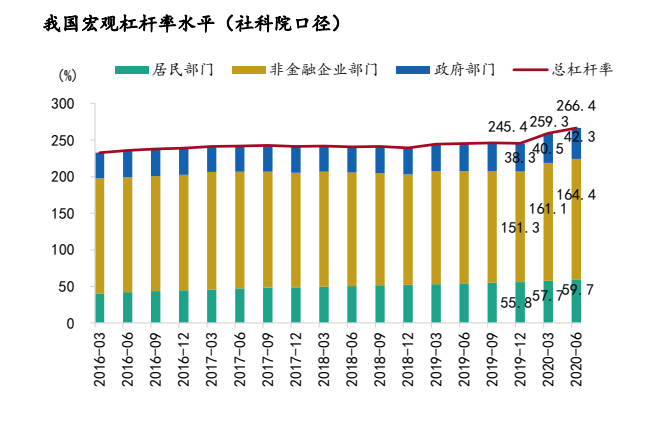
图 9：9 月社零当月同比增速加速回升



资料来源：Wind，招商银行研究院

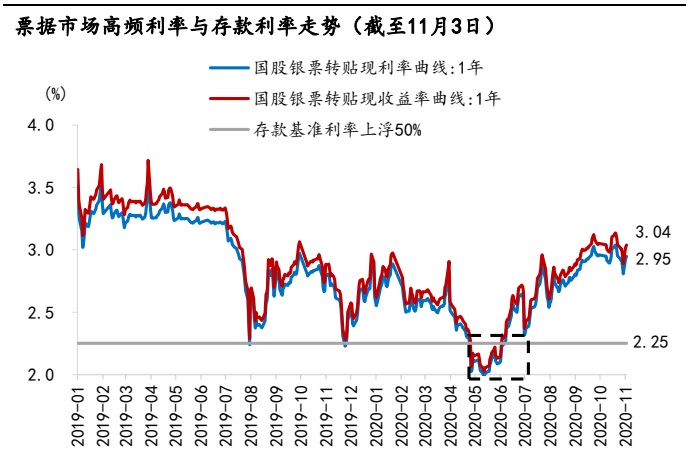
二是上半年货币财政“双宽松”产生了宏观杠杆率攀升、企业套利、房价上涨等负面效应，引起了决策者的警惕。政策边际收紧以引导信贷增量、利率水平和资产价格回归合理增长区间。首先，受货币政策和财政政策前置发力影响，上半年我国宏观杠杆率跳升 21 个百分点至 266.4%，以非金融企业加杠杆为主（上升 13.1pct）。其次，在年初商业银行资产端收益率与负债端成本率部分倒挂的情况下，企业通过“贷款/债券/票据-结构性存款/理财”实现无风险套利，金融空转挤占了实体经济融资需求。再次，一些热点城市的住宅价格明显上涨，上半年广东、四川、湖南等省份的房地产景气度尤高。最后，年初的“宽货币”推动今年社融和 M2 增速明显高于名义 GDP 增速，此时总量型的货币政策可能会对收入分配产生负面影响，即可能加大居民的财富和收入差距，应对之策应为注重结构性调控、更多地采取结构性政策。

图 10：上半年我国宏观杠杆率跳升 21pct



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 11：6 月以来“票据-存款”间的套利空间消失



资料来源：Wind，招商银行研究院

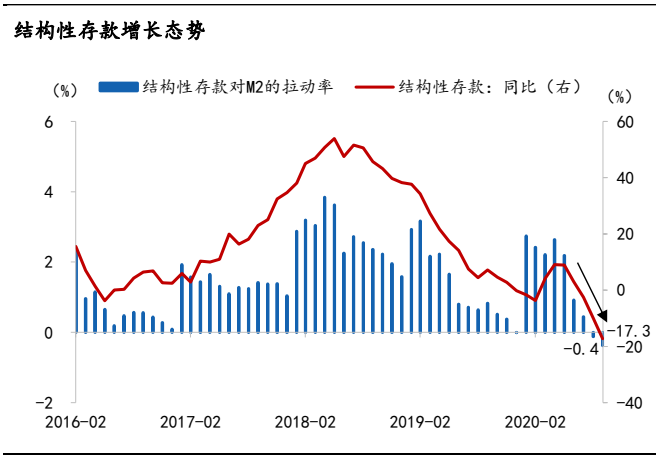
三是今年以来金融数据持续超预期，其中企业中长贷和居民中长贷发挥了支柱作用；在政策成效有所显现的情况下，央行重回观察期。上半年社融信贷

的高增主要是政策引导下银行持续加大对实体经济的支持，下半年的信用扩张则受到实体经济融资需求回暖的带动。疫情爆发后，政策的及时出台维护了流动性平稳、保障了企业/居民资产负债表的健康，并提振了融资需求。

需要注意的是，由于经济恢复至疫情前的趋势水平尚需时日，货币政策还未到收紧之时，“稳货币”“稳信用”或将成为四季度和明年初的政策基调：

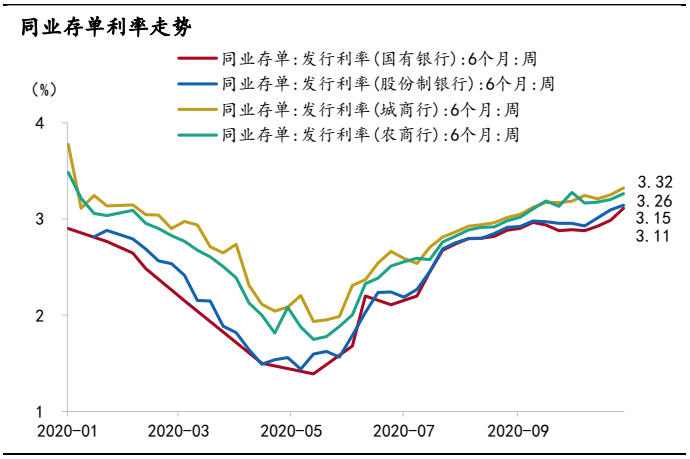
近期结构性存款的压降使得商业银行的中长期负债面临缺口，负债稳定性减弱，同业负债成本趋于上行。压缩结构性存款对 M2 形成负向拖累，截至 9 月末，结构性存款余额同比下降约 17.3%，对 M2 增速的拉动率为-0.4pct，较 4 月高点+2.6pct 显著下降。受此影响，国有行/股份行/城商行/农商行的同业存单发行利率已分别由 5 月 16 日当周的 1.39%/1.6%/1.94%/1.75%上行 172bp/155bp/138bp/151bp 至 10 月末当周的 3.11%/3.15%/3.32%/3.26%。

图 12：结构性存款压降拖累 M2 增速



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 13：5 月以来各类银行同业存单利率均快速上行



资料来源：Wind，招商银行研究院

货币政策若贸然收紧可能进一步引发中小银行风险。压降的结构性存款部分转化为企业和居民活期/定期存款、非银存款[3]，导致银行的负债期限被动缩短，不利于资产投放和监管达标，商业银行对同业负债的需求相应上升。且这一过程中压降的存款会在各银行间再分配，中小行无论压降压力或揽储压力均高于大行。若流动性结构性收紧，则可能引发全局性的存款/同业负债争夺，部分资质较差的中小银行同业融入难度将显著上升，不利于中小企业的信用扩张与其融资成本的下降。

此外，中小银行信贷投放的领域信用风险相对较高，叠加疫后的延期还本付息政策，资产质量和资本补充压力本就较高的中小银行面临不良密集暴露的潜在风险。考虑到中小微企业的延期还本付息政策将于明年 3 月底到期，关键在于如何实现政策的平稳过渡，预计届时央行将加大维稳力度，可能加大再贷款再贴现/直达实体工具的使用力度，保持流动性处于合理充裕状态，但预计难有全面宽松操作。

[3]居民购买表外理财或公募基金，均对应非银机构的存款上升。

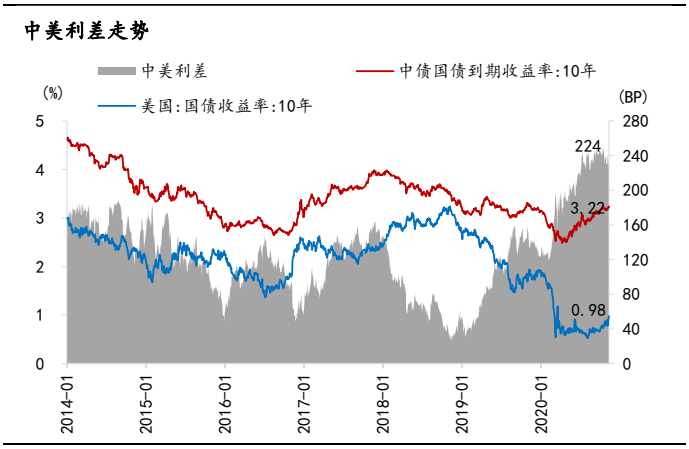
就货币政策需兼顾的其他目标“稳汇率”“稳通胀”而言，其对货币政策的掣肘将继续减弱，使得货币政策的宽松空间进一步打开。“稳汇率”方面，美元兑人民币中间价已由 5 月末的高点 7.13 持续降至 11 月中的 6.61，我们判断未来一年内人民币汇率有望维持稳中有升的态势：一是受益于国内疫情防控得力，我国经济复苏领先于全球；二是在经常项目端，货物贸易的顺差格局与服务贸易逆差收敛的形态有望延续；三是由于我国的宏观刺激力度远小于西方发达国家，中美利差已不断上升并创下历史新高，将对资金流入国内资本市场的趋势形成支撑。“稳通胀”方面，受猪肉供给增加、高基数等因素影响，未来 CPI 中枢或趋于下行，这意味着“稳物价”压力将进一步下降。

图 14：今年 6 月以来人民币汇率持续走强



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 15：今年以来中美利差持续走阔



资料来源：Wind，招商银行研究院

此外，在经济复苏路径和外部形势的不确定性下，货币政策仍会保持相机抉择的空间。可能的风险包括国内经济修复不及预期、中美贸易摩擦再添变数或潜在的中小银行风险爆发，届时货币政策需加强逆周期调节进行对冲，必要时果断降准、降息。

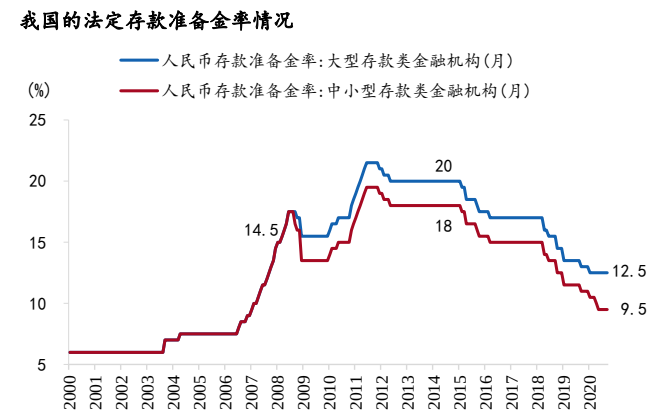
二、货币政策操作：以静制动

今年年内，“金融减负 1.5 万亿”可以看作“硬性指标”，结合央行所披露的 1-10 月进展来看，这一目标并不会构成货币政策或金融监管的硬约束。央行于 11 月 6 日所披露，1-10 月金融系统已为实体经济减负约 1.25 万亿，其中，一是通过降低企业贷款利率已减负约 6,250 亿元，二是通过直达货币政策工具和前期的延期还本付息政策减负 2,750 亿元。三是银行减免服务费用、支持企业重组和债转股等措施，对应减负约 3,500 亿元。

前瞻地看，数量型调控上，年内降准概率较低。一方面，总量型货币政策正趋于收敛，考虑到无论全面降准亦或定向降准，均可能释放出较强的宽松信号，央行更倾向于通过 OMO/MLF/再贷款再贴现弥补商业银行短期/中长期资金缺口。另一方面，当前偏低的超储率有望随年末财政投放加快而得到改善。再贷款将持续发力，并落实直达实体工具。流动性有望保持合理充裕，以保障

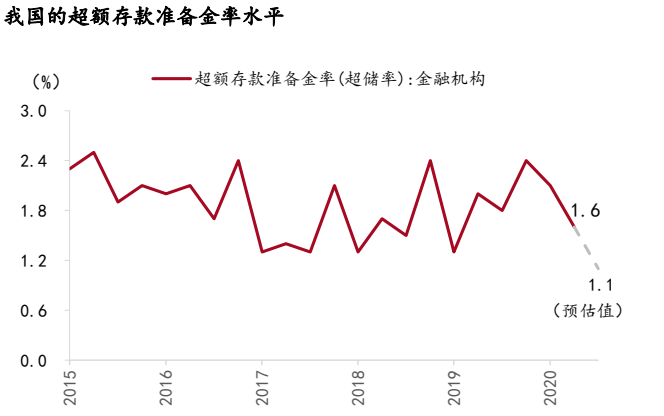
实体经济日益旺盛的融资需求。预计年内资金利率继续大幅攀升的概率较低，总体将围绕公开市场操作利率波动。

图 16：我国准备金率仍有一定的调整空间



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 17：四季度超储率普遍趋于季节性回升



资料来源：Wind，招商银行研究院

展望明年，基准情形下，可能有一次全面降准，幅度约为 50bp，预计在下半年落地。一方面，在逆周期政策回归常态化的前提下，固定资产投资有望维持韧性、消费有望平稳改善，将成为明年上半年驱动经济向好的主要动力，而下半年经济基本面或较上半年有所弱化，通过降准刺激总需求的必要性上升。另一方面，今年下半年以来商业银行的“中长期负债荒”已有所显现，考虑到明年上半年偏强的信贷需求将对 M2 形成支撑，下半年 M2 增速下行压力或将加大，而负债端成本的抬升将不利于“降成本”，故需通过降准释放便宜稳定的资金来源、提高货币乘数。

结构性政策有望继续发力，进一步加大对小微企业/制造业/三农/扶贫领域的支持：明年再贷款再贴现预计将用于定向支持中小银行，并可能配合实施结构性降息（再贷款再贴现利率调降）以降低中小行资金成本，亦可能创设新的针对小微企业的直达实体工具。

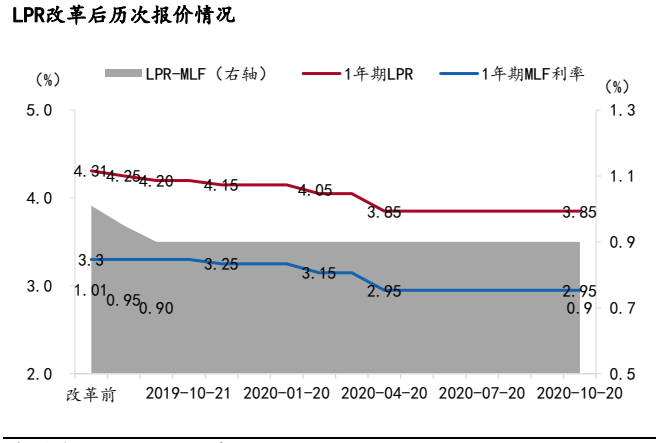
价格型调控上，年内 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 大概率保持不变，年末分别为 3.85%和 4.65%。展望明年，1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 或将继续持平于今年年末水平。MLF 利率方面，考虑到“稳增长”压力边际缓解，今年年内和明年 MLF 降息的概率较低；但考虑到制造业、民营中小企业对利率变动相对更为敏感，大概率也不会步入加息区间。

综合来看，LPR 加点部分（LPR-MLF 利率）亦较难压降。虽然存在一些积极的因素：银行资金成本短期内承压，中长期则有望受益于降准、结构性存款/大额存单业务/现金管理类产品等的强监管和市场利率定价自律机制；经济景气度的企稳将带动风险溢价逐步降低。但企业信贷需求的持续改善将对贷款利率产生上拉作用。

“降成本”导向下，年内企业贷款利率仍有下行空间，预计主要将通过压降贷款利率加点（贷款利率-LPR）实现，并引导银行减少收费以降低综合融资成本。但明年上半年随着企业信贷需求继续走强，贷款利率可能出现结构

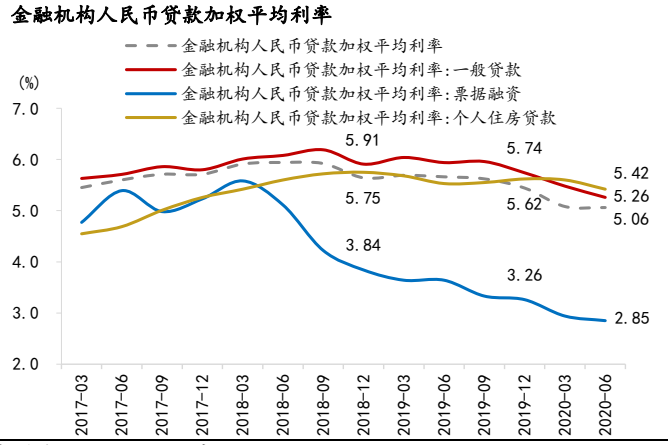
性分化，其中小微企业的贷款利率预计将继续下行，大型企业的贷款利率或将稳中有升、但升幅有限。

图 18：2019 年 11 月以来，MLF 和 LPR 同步下行



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 19：今年以来贷款利率持续下行



资料来源：Wind，招商银行研究院

三、2021 年流动性前瞻：趋于收敛，波动加大

（一）银行间市场流动性：维持紧平衡

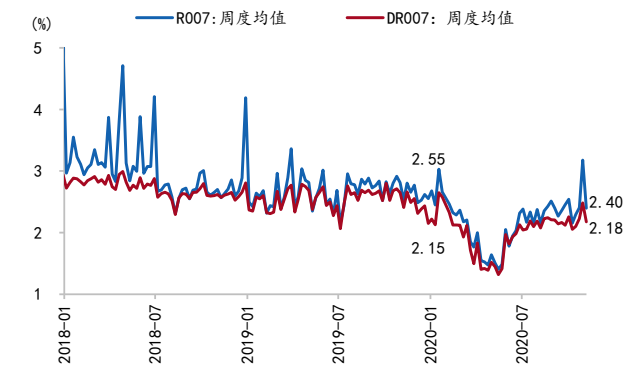
今年二季度以来，商业银行超储率一直处于历史较低区间。央行在税期、跨月等特殊时点积极投放流动性，将银行间市场流动维持在紧平衡状态。DR007 则自 7 月起快速向 7 天逆回购利率（2.2%）靠拢，保持在[2.1%,2.3%]区间窄幅震荡，中枢位于[2.1%,2.2%]区间。即使考虑到年末时点央行及财政投放往往有所增加，预计今年末至明年初流动性压力仍会边际增加，相应地，超储率将低位运行，DR007 中枢亦将进一步小幅上行至[2.2%,2.3%]。

前瞻地看，考虑到明年财政存款的波动可能会减小、外汇占款的影响趋于弱化，银行间的流动性水平将主要取决于央行的资金投放。而央行对流动性的摆布仍具有不确定性，预计 DR007 中枢的波动仍将较大。

同业存单方面，展望 2021 年，考虑结构性存款压降目标或仍会存在，M2 除信贷以外的派生渠道也会有所收缩，商业银行长期稳定负债依然匮乏，同业存单利率仍有上行压力；预计明年存单利率中枢将在 3%~3.2%区间内波动，政策利率为其偏下限水平。但上行幅度预计有限：结合目前 1 年期同业存单价格已高于 1 年期政策利率约 20bp，其配置上的性价比开始显现。此外，若存单利率继续大幅上行，将导致商业银行负债端成本压力进一步抬升，不利于贯彻金融减负的政策基调。

图 20：明年 DR007 中枢或将进一步上移

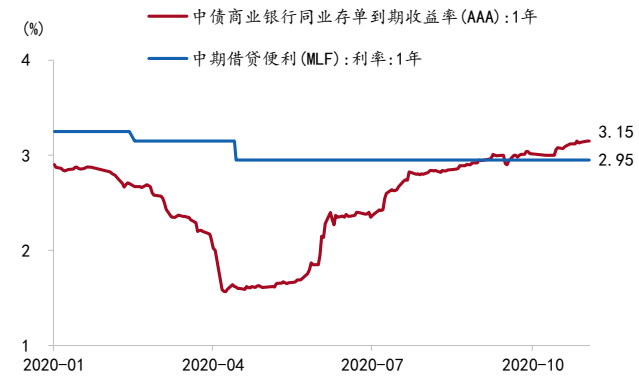
DR007、R007走势



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 21：5 月以来同业存单利率快速上行

银行同业存单与1年期MLF利率（截至2020年11月3日）



资料来源：Wind，招商银行研究院

（二）实体流动性：“社融-M2”剪刀差收窄

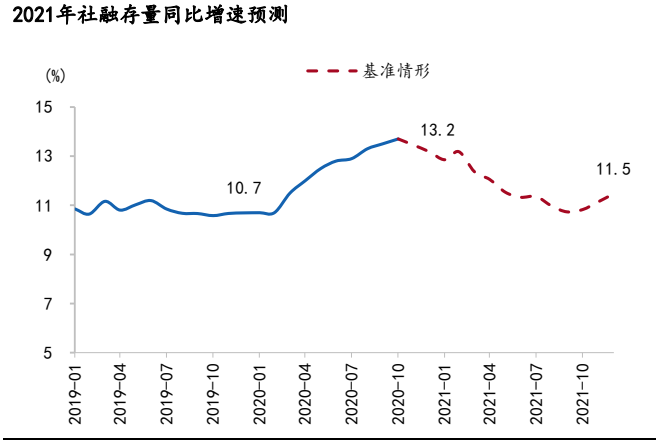
展望 2021 年，随着经济向常态化复苏，逆周期调节政策回归中性，货币信贷增速有望保持在与反映潜在产出的名义 GDP 增速相匹配的水平上，2021 年末社融存量增速或将回落至 11.5%；M2 增速或将降至 9.5%；人民币贷款增速基本持平于今年，为 12.8%。

社融方面，明年的支撑因素为信贷，预计全年新增 22 万亿。随着企业盈利预期逐步好转，中小企业、制造业融资需求稳步回暖；居民收入有望修复，消费领域的信贷需求将持续改善。但作为今年逆周期调节的主要抓手，基建的融资需求明年或将逐渐回落；房住不炒的政策基调下，房地产融资则面临持续收紧。

其他分项对社融的拉动作用将较今年显著弱化。首先，政府债券是推动今年社融放量的重要因素，但考虑到 2021 年财政目标赤字率大概率将下调至不高于 3%的“常规”水平，特别国债也将不会继续发行，预计明年的政府债券净融资额约在 6.5-7.5 万亿元间。其次，今年上半年债券利率的下行为企业债发行创造了良好环境，带动今年企业债净融资额创下历史新高，但明年利率中枢大概率上行，预计企业债净融资额在 3.0-3.5 万亿元间。最后，非标方面，虽然资管新规过渡期已延期至 2021 年末，但金融严监管态势下，预计后续仍面临持续收缩压力，对应的净融资额预计为-2.5 至-2.0 万亿元间。

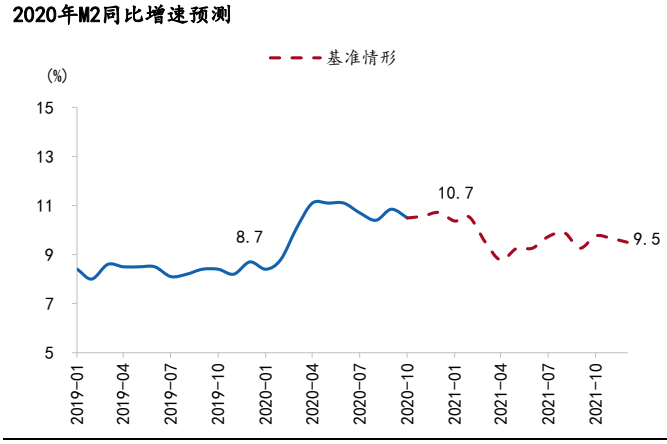
M2 方面，明年信贷仍将是最重要的货币创造渠道，对 M2 增速形成支撑，但其他渠道的动能将显著减弱。首先，自营债券投资是今年除信贷外最主要的派生渠道，明年将趋于下降。其次，同业投资对 M2 的拉动率经历了年初（1-4 月）由负转正、随后由盛转衰的过程，5 月以来，随着债券收益率连续上行，同业投资已趋于收缩；明年其对 M2 的拉动作用可能为负。最后，财政投放往往具有明显的季节性特点，即季初财政资金回笼、季末财政支出加快，从而对年内个别月份的 M2 增速形成扰动，但明年财政投放的影响将趋弱。

图 22：2021 年社融存量增速或将有所回落



资料来源：Wind,招商银行研究院

图 23：2021 年 M2 增速或将有所回落



资料来源：Wind,招商银行研究院

四、小结：后疫情时代的货币政策何去何从

回顾 2020 年，1-4 月，突如其来的疫情冲击使得我国经济陷入负增长区间，货币政策采取相对宽松立场，且节奏前置、力度加码。5-7 月，随着我国经济稳步修复，资金空转套利等隐忧亦有所显现，货币政策明显收紧，使得资金利率和国债收益率显著上行。8 月以来，央行“维稳”意图开始显现，货币政策并未进一步收紧；但相较总量型工具，央行明显更偏好通过公开市场操作调节流动性。

货币政策正从应对疫情冲击的偏宽松状态向后疫情时代的稳健中性取向逐步回归，政策重心也相应由“稳增长”倾向“防风险”。首先，“内外双驱”下我国经济的修复动力边际增强，增速有望向潜在增长水平回归，货币政策进一步宽松的必要性下降。其次，上半年货币财政“双宽松”产生了宏观杠杆率攀升、企业套利、房价上涨等负面效应，引起了决策者的警惕；政策边际收紧以引导信贷增量、利率水平和资产价格回归合理增长区间。最后，今年以来金融数据持续超预期，其中企业中长贷和居民中长贷发挥了支柱作用；在政策成效有所显现的情况下，央行重回观察期。

但考虑到中小银行流动性压力等结构性问题，货币政策还未到收紧之时，“稳货币”“稳信用”或将成为四季度和明年初的政策基调。且在经济复苏路径和外部形势的不确定性下，货币政策仍会保持相机抉择的空间。

货币政策操作方面，数量型调控上，年内降准概率较低。再贷款将持续发力，并落实直达实体工具。展望明年，基准情形下，可能有一次全面降准，幅度约为 50bp，预计在下半年落地。同时，结构性政策有望继续发力，进一步加大对小微企业/制造业/三农/扶贫领域的支持。

价格型调控上，年内 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 大概率保持不变，年末分别为 3.85%和 4.65%；“降成本”导向下，年内贷款利率仍有下行空间。展望明年，1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 或将继续持平于今年年末水平。今年年内和

明年 MLF 降息的可能性较低，大概率也不会步入加息区间；LPR 加点部分（LPR-MLF 利率）亦较难压降。

银行间市场流动方面，目前整体维持在紧平衡状态。即使考虑到年末时点央行及财政投放往往有所增加，预计今年末至明年初流动性压力仍会边际增加。明年央行对流动性的摆布将成为关键因素，且具有不确定性，故明年 DR007 中枢的波动仍将较大。同业存单方面，展望 2021 年，预计存单利率仍有上行压力，中枢将在 3%~3.2%区间内波动，政策利率为其偏下限水平，但上行幅度有限。

广义流动性方面，随着经济向常态化复苏，逆周期调节政策回归中性，货币信贷增速有望保持在与反映潜在产出的名义 GDP 增速相匹配的水平上，2021 年末社融存量增速或将回落至 11.5%；M2 增速或将降至 9.5%；人民币贷款增速基本持平于今年，为 12.8%。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇