

货币政策如何正常化？

——兼评2020年三季度货币政策执行报告

■ 核心摘要

11月26日，2020年三季度货币政策执行报告重磅发布。其中，最具方向性的表述是：“把好货币供应总闸门”（银行间流动性的正常化），“保持广义货币供应量和社融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”、“保持宏观杠杆率基本稳定”、以及“继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动社会融资成本明显下降”（社会融资的正常化）。基于这两个层面，我们对2021年货币政策正常化展望如下：

1) 银行间流动性的正常化，今年已率先启动并接近完成。OMO利率上调需要配合整体货币政策基调的调整，预计逆回购利率还将在较长时间内保持不变。存单利率将会随着MLF操作而回到MLF利率附近。今年“货币政策+宏观审慎”双支柱框架写入《中国人民银行法》，货币政策没有必要“单脚走路”，大幅收紧去倒逼各领域去杠杆。

2) 2021年关于贷款结构优化和融资成本下行的政策，力度可能有所减弱，但方向不会发生变化。2021年到期的共1.8万亿再贷款再贴现，前两批用于抗疫和复工复产的共8000亿或将退出，但第三批用于支持涉农、小微和民营企业的共1万亿，可能会部分续作。此外，伴随再贷款再贴现工具的退出，2021年有可能会降准替换MLF（不过，虽然降准旨在调节流动性的中性意味十足，但资本市场仍然可能将此视为“变盘”信号）。

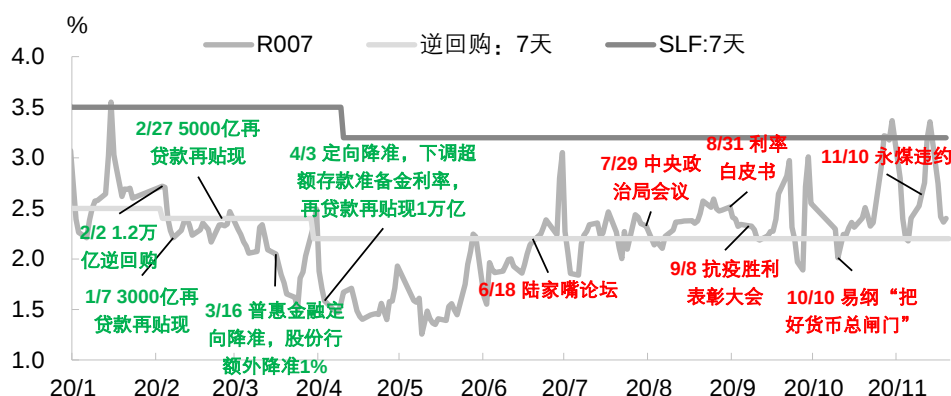
3) 需要警惕社融增速显著回落，对实体经济的负面冲击。我们估算，2021年随着名义GDP增速回升，中国的宏观杠杆率上行势必放缓。按照2021年预测名义GDP10.5%，社融增速保持在13%以上才不会形成紧缩的信用条件。根据本次货币政策执行报告“保持广义货币供应量和社融规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，支持经济向潜在产出回归”，央行隐含的明年社融增速可能只有10%-10.5%。信用扩张领先企业财务费用扩张约1年，2021年还本付息压力增大，会自然导致信用环境收缩，如果叠加社融增速显著下滑，则实体经济将会面临较大的信用紧缩压力。值得一提的是，无论是债券市场还是股票市场，在展望明年行情时，无一例外地将货币政策过早或过度“退坡”视为最大风险之一。因此，货币政策节奏的精准把握，对于稳定和引导市场预期也颇显重要。

11月26日，2020年三季度货币政策执行报告重磅发布。货币政策走向是近期资本市场关注的焦点，核心是围绕中国经济持续复苏、并走向全球共振复苏，货币政策正常化将以何种力度推进。这份报告是领会货币政策走向的重要指引。其中，最具方向性的表述是：“把好货币供应总闸门”（银行间流动性的正常化），“保持广义货币供应量和社融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”、“保持宏观杠杆率基本稳定”、以及“继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动社会融资成本明显下降”（社会融资的正常化）。我们就这两个层面来探讨2021年货币政策将如何正常化。

一、银行间流动性的正常化

2020年5月是货币政策的分水岭。5月之前，货币政策是前瞻性“顶格”调整，先后祭出了再贷款、再贴现、定向降准1%、MLF降息30bp、下调超额存款准备金利率等政策工具，全力应对新冠疫情冲击。5月之后，央行停止降息，银行间流动性开始逐步收敛，6月央行窗口指导要求银行压降结构性存款、陆家嘴论坛郭树清主席指出“大规模刺激政策将来如何退出”、7月中央政治局会议“完善宏观调控跨周期设计和调节”、9月抗疫胜利表彰大会召开、10月易纲行长重提“把好货币总闸门”，货币政策正常化日趋明朗（图表1）。

图表1 2020年货币政策从前瞻调整转向相机调整

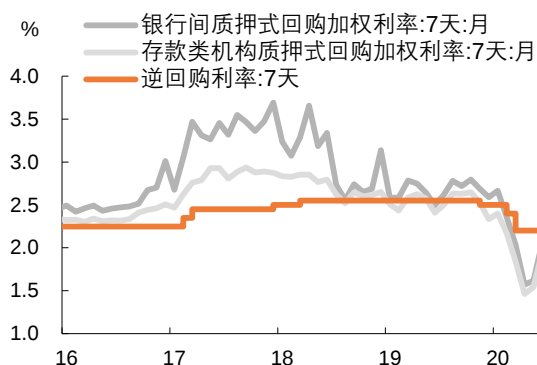


资料来源：wind, 平安证券研究所

目前，DR007利率已经回到7天逆回购利率之上，流动性回归“紧平衡”，并再度呈现“流动性分层”（图表2）。而认识银行间流动性的走向，有两个标志性事件：1）2020年9月15日，货币政策执行报告增刊第二部分提到，“结构性流动性短缺的货币政策操作框架”，表明了流动性紧平衡的政策意图。2）8月31日，央行发布《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系》，强调DR作为政策利率的作用，意味着流动性分层并非政策特别担心的问题。2016年下半年，曾经出现过DR007上行脱离7天逆回购利率，但央行直到2017年初才两次上调逆回购利率，随后掀起“监管风暴”。可见，OMO利率上调需要配合整体货币政策基调的调整。目前，OMO利率与MLF利率通常联动，而MLF利率又是贷款（市场报价）利率的锚，同时降低融资成本仍然是重要的政策目标。因此，预计逆回购利率还将在较长时间内保持不变。

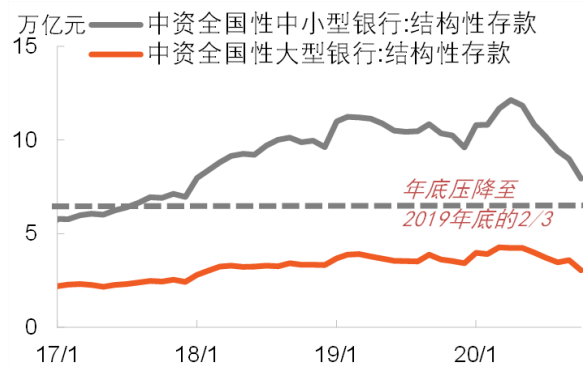
2020年由于结构性存款大幅压降的要求，存单发行需求大增，存单利率已超过理论锚MLF利率并持续上行。2021年底结构性存款压降完毕（图表4），央行在本次货币政策执行报告中提到，“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”，预计存单利率将会随着MLF的定期操作而回到MLF利率附近。此外，今年央行将MLF改为月中一次性操作，以此平滑2021年MLF到期时点，可能也有强化MLF政策利率性质的含义。

图2 流动性回归紧平衡并再现分层



资料来源:wind, 平安证券研究所

图4 10月结构性存款压降接近完成目标



资料来源:wind, 平安证券研究所

今年“货币政策+宏观审慎”双支柱框架写入《中国人民银行法》，货币政策没有必要再“单脚走路”，大幅收紧去倒逼各领域去杠杆。2021年是资管新规过渡期的收官之年，统一资管新规已经成型；房地产“三条红线”从融资需求端施加了约束，“房住不炒”监管要求得到深化。2021年我们预测，不会出现明显通胀压力（预计CPI中枢在1.4%，PPI中枢在1.6%）。在此情况下，货币政策没有必要像2010年、2013年、2017年那样大幅收紧，去应对通胀、影子银行、金融杠杆等问题。

综上，我们认为银行间流动性的正常化，今年已率先启动，并接近完成。

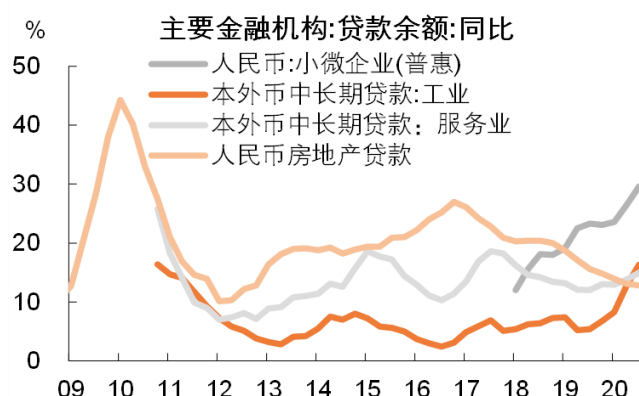
二、社会融资的正常化

2020年以来信贷结构最大的特点：一是，融资结构改善，向制造业和小微企业贷款投放占比显著提升（图表5）。今年1-9月新增贷款16.3万亿中，制造业贷款增加2万亿，是2019年全年增量的2.6倍，占比12.2%（2018年这一比例只有约2.1%）。普惠小微企业贷款新增3万亿，比2019年1-9月多增1.2万亿。而新增房地产贷款占全部新增贷款的比例下降了3.7个百分点。这修正了我国2011年以来，新增贷款向制造业投放甚少，而主要流向房地产和基建的顽疾。二是，实体经济融资成本显著下行（图表7）。一般贷款利率也首次下行至住房贷款利率之下，9月企业贷款利率降至4.63%，比去年同期下降0.61个百分点；新发放普惠小微企业贷款平均利率为4.92%，较上年12月下降0.96个百分点。这基本实现了今年国务院部署的实体经济“融资成本明显下行”的目标。

应该说，这两项变化是能够提升中国经济中长期潜力的。尤其是，十四五时期“更关注制造业占比”的新提法，制造业的智能改造和转型升级是中美科技脱钩大背景下的必选项。但仅2020年一年的增量改善是不够的，只有在中长期内持续推动，才能逐渐改善贷款存量的结构和成本。本次货币政策执行报告提出，“继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动社会融资成本明显下降”和“更加注重金融服务实体经济的质量和效益”。我们认为，2021年关于贷款结构优化和融资成本下行的政策，力度可能有所减弱，但方向不会发生变化。2021年到期的共1.8万亿再贷款再贴现，前两批用于抗疫和复工复产的共8000亿或将退出，但第三批用于支持涉农、小微和民营企业的共1万亿，可能会部分续作。

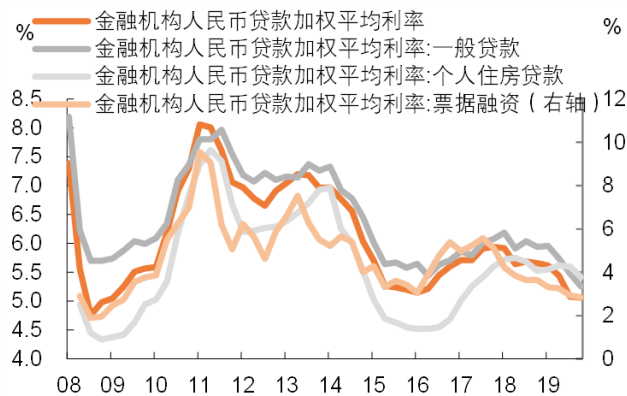
此外，伴随再贷款再贴现工具的退出，2021年央行有可能会降准替换MLF（中性降准）。今年再贷款再贴现、以及两项直达实体的货币政策工具，都形成了基础货币投放，明年政策到期后会伴随基础货币回笼，届时需要加大MLF操作来平滑基础货币缺口。而随着MLF存量上升，央行滚动续作的压力加大，对银行合格抵押券的需求压力也会再度凸显。因此，有必要适时重启降准替换MLF，同时帮助降低银行负债成本（图表8）。

图表5 2020年以来贷款向制造业和小微企业倾斜



资料来源:wind, 平安证券研究所

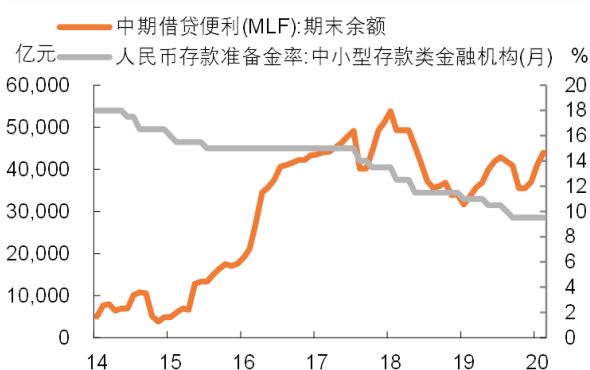
图表7 2020年以来一般贷款利率下行显著



资料来源:wind, 平安证券研究所

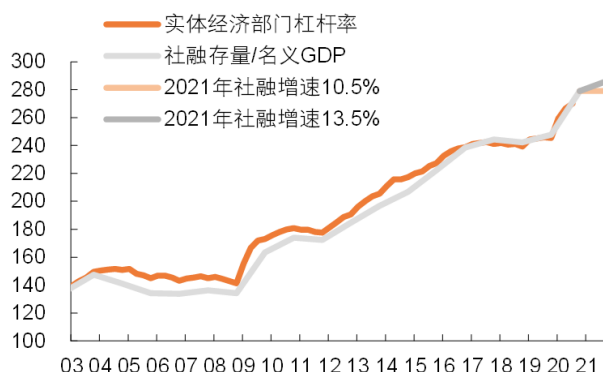
需要警惕社融增速显著回落,对实体经济的负面冲击。首先,2021年随着名义GDP增速回升,宏观杠杆率上行势必放缓(图表9)。即便明年社融增速保持与今年持平,宏观杠杆率上行斜率也会显著平缓,满足本次货币政策执行报告中“保持宏观杠杆率基本稳定”的要求。如果明年社融增速下降到10.5%(2019年水平,也是我们预测2021年名义GDP水平),则可以实现中国的宏观杠杆率不增。其次,按照2021年预测名义GDP增速10.5%,那么,社融增速保持在13%以上才不会形成紧缩的信用条件。根据“社融与名义GDP相匹配”目标,2017-2019年,二者差值分别为2.61%、-0.23%、2.91%。2018年信用紧缩产生了比较强的冲击,比照2017和2019年,社融增速需要高于名义GDP增速2.5个百分点以上,或许才是比较适中的状态。再次,根据货币政策执行报告“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”,潜在产出的实际GDP增速如果看作6%(我们相信这绝对是不低的水平),明年GDP平减指数约在1.5%,那么隐含的社融增速可能只有10%-10.5%(6%+1.5%+2.5-3%)。相对于2021年达到的名义GDP增速而言,这一社融增速将会偏低。最后,信用扩张领先企业财务费用扩张约1年,2021年还本付息压力增大,会自然导致信用环境收缩(图表10)。如果叠加社融增速显著下滑,那么实体经济将会面临较大的信用紧缩压力。

图表8 2017年以来,降准替换MLF频现



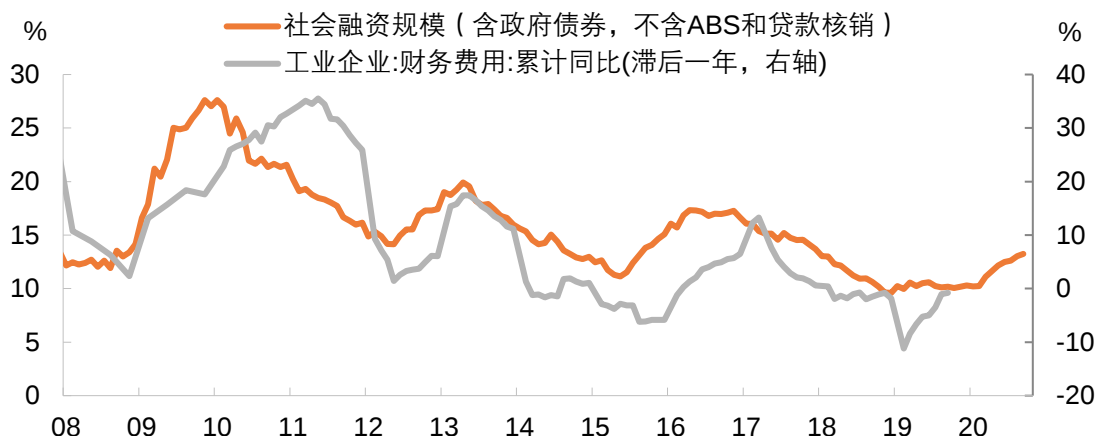
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 2021年宏观杠杆率上行势必放缓



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 信用扩张领先企业财务费用扩张1年，需要警惕明年信用环境紧缩



资料来源: wind, 平安证券研究所

综上，我们对2021年货币政策正常化展望如下：

1) 银行间流动性的正常化，今年已率先启动并接近完成。OMO 利率上调需要配合整体货币政策基调的调整，预计逆回购利率还将在较长时间内保持不变。存单利率将会随着 MLF 的定期操作而回到 MLF 利率附近。今年“货币政策+宏观审慎”双支柱框架写入《中国人民银行法》，货币政策没有必要“单脚走路”，大幅收紧去倒逼各领域去杠杆。

2) 2021年关于贷款结构优化和融资成本下行的政策，力度可能有所减弱，但方向不会发生变化。2021年到期的共1.8万亿再贷款再贴现，前两批用于抗疫和复工复产的共8000亿或将退出，但第三批用于支持涉农、小微和民营企业的共1万亿，可能部分续作。此外，伴随再贷款再贴现工具的退出，2021年有可能会降准替换 MLF（不过，虽然降准旨在调节流动性的中性意味十足，但资本市场仍然可能将此视为“变盘”信号）。

3) 需要警惕社融增速显著回落，对实体经济的负面冲击。我们估算，2021年随着名义 GDP 增速回升，中国的宏观杠杆率上行势必放缓。按照2021年预测名义 GDP 10.5%，社融增速保持在13%以上才不会形成紧缩的信用条件。根据本次货币政策执行报告“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，支持经济向潜在产出回归”，央行隐含的明年社融增速可能只有10%-10.5%。信用扩张领先企业财务费用扩张约1年，2021年还本付息压力增大，会自然导致信用环境收缩，如果叠加社融增速显著下滑，则实体经济将会面临较大的信用紧缩压力。值得一提的是，无论是债券市场还是股票市场，在展望明年行情时，无一例外地将货币政策过早或过度“退坡”视为最大风险之一。因此，货币政策节奏的精准把握，对于稳定和引导市场预期也颇显重要。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1251

