



## 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

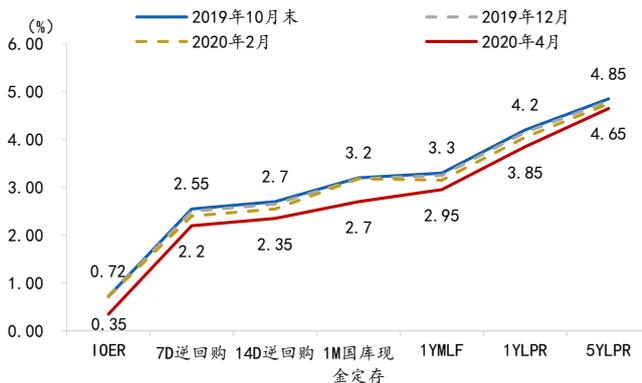


资料来源：招商银行研究院

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

2019 年 11 月以来各期限政策利率情况



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

年内政府债券净融资额与利率走势



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

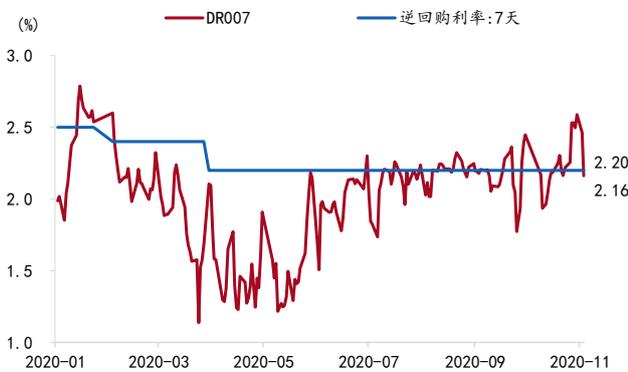


月间，市场利率快速下行，与政策利率间的利差明显走阔，对应货币政策偏宽松的取向；5-7月间，央行适度抬升资金利率中枢，利差逐步收窄；8月以来，DR007 总体围绕 7 天逆回购利率（2.2%）波动，重回央行合意区间。同业存单利率的上行斜率亦有所放缓，但基本面回暖之下长债利率仍面临上行压力。

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

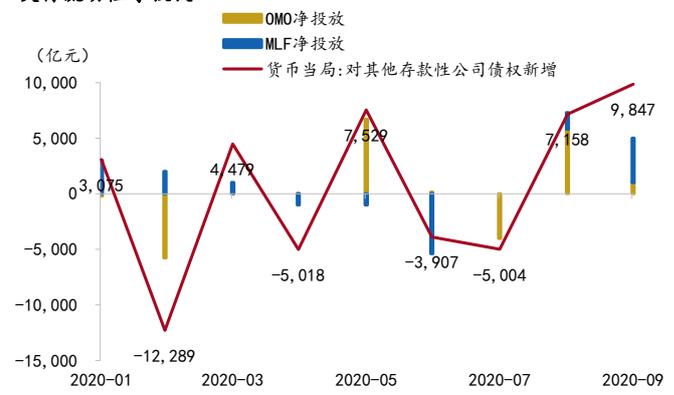
DR007 与 7 天逆回购利率（截至 2020 年 11 月 3 日）



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

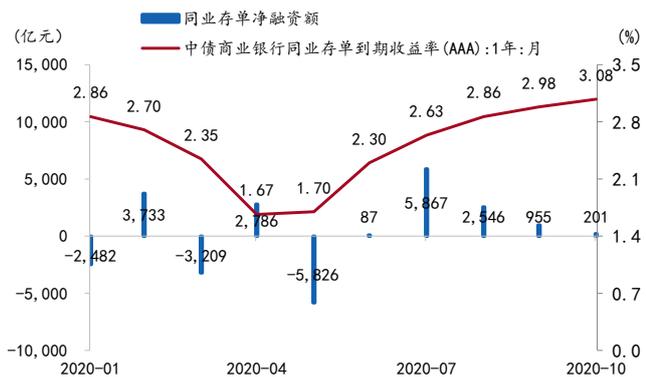
央行流动性净投放



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

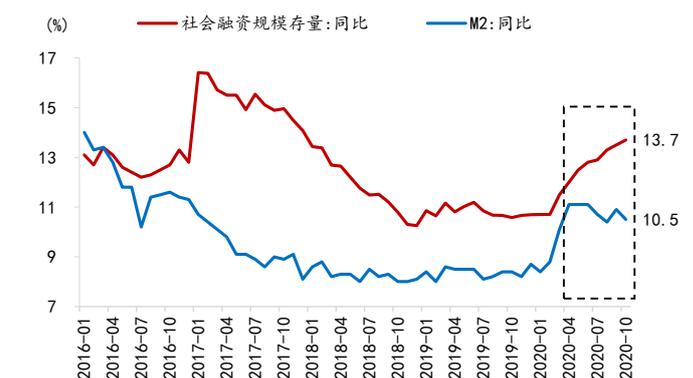
年内同业存单净融资额与利率走势



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

社融存量与 M2 存量增速



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”<sup>1</sup>。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<sup>2</sup>，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，

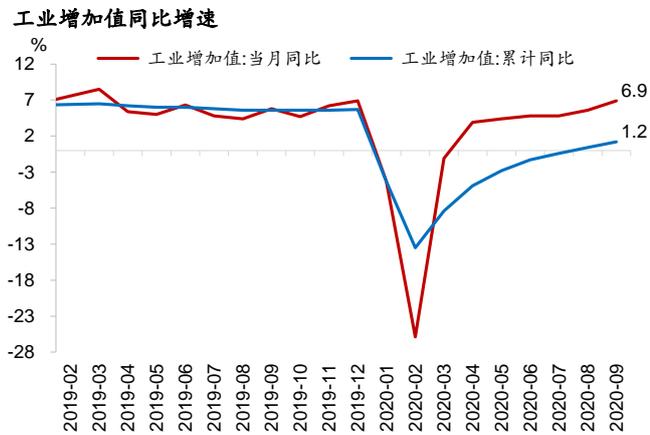
<sup>1</sup> 即“稳健货币政策的取向不变”、“保持灵活适度的操作要求不变”、“坚持正常货币政策的决心不变”。

<sup>2</sup> 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”。



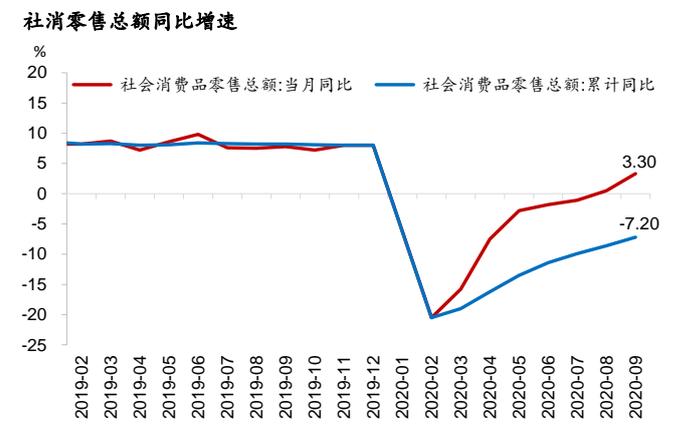
未来疫情对经济的影响将边际弱化，这意味着全球经济仍将持续弱复苏，出现“二次探底”的概率较低。

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

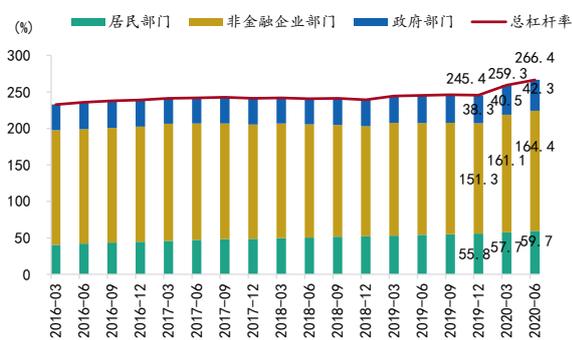


资料来源：Wind, 招商银行研究院

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

我国宏观杠杆率水平（社科院口径）



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

票据市场高频利率与存款利率走势（截至 11 月 3 日）



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

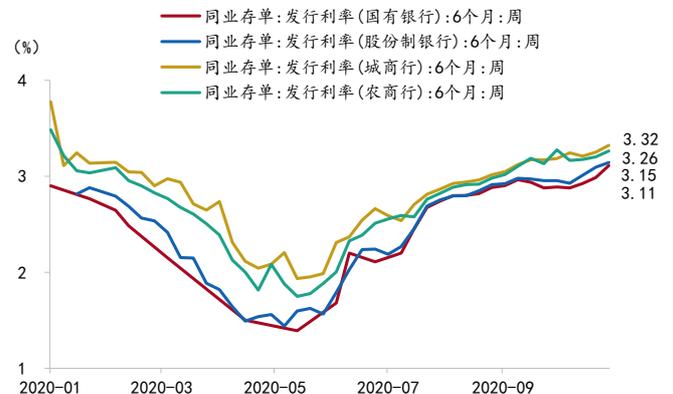
结构性存款增长态势



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

同业存单利率走势



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<sup>3</sup>，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

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\\_1288](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1288)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn