

货币操作微调 经济增长保持区间值 美联储货币政策变化将至

宏观政策 2021年1-2月动态报告

核心内容:

- **两会议题前瞻: 经济增长仍然是区间 赤字率下行** 3月5日人民代表大会召开, 关注的重点2021年我国经济工作目标和我国政府财政赤字和债务安排。同时中央政府会对新一年的工作重点给与阐述。

(1) 由于低基数效应, 今年GDP增速将大幅偏离潜在经济增长率, 目标设定应具有较大弹性。预计经济增长目标可能在7%-8%之间; (2) 赤字目标下调, 地方政府专项债发行小幅少于2020年。预计2021年政府工作报告中, 财政支出与财政赤字率的目标相较2020年有所收缩, 将降至3%左右; (3) 经济工作重点: 攻克关键节点以及扩大内需。2021年经济工作目标预计与2020年底全国经济工作会议吻合。2021年加速产业升级, 促进科技创新, 重点支持“四基”领域。扩大内需方面, 政策可能会在医疗、教育、电动车等方面给与给多的支持; (4) 减少碳排放, 钢铁行业新一轮供给侧开启。工信部要求2021年开始, 要进一步加大工作力度, 压缩粗钢产量, 确保粗钢产量同比下降, 钢铁产品价格可能会重复2016年供给侧改革的价格路线。
- **央行: 从“紧信用-稳货币”到“紧信用-边际收紧货币”** 货币政策基调仍然是保持稳健, 但对房地产行业保持收紧, 这样会带来信用下滑, 紧信用成为主体。而从年前开始的货币边际收紧也同时验证央行货币政策操作边际收紧。央行始终强调要更多关注政策利率的变化, 而非公开市场操作数量。
- **春节期间就地过年实施 疫情影响1季度经济** 2021年就地过年政策下, 春节电影票房创出新高, 但春节期间整体零售、餐饮水平不及预期, 交通客流量明显下降。整体消费增速仍然受到疫情影响, 春节期间除电影消费创出新高, 其他零售行业上行速度稍缓。预计疫情逐步缓解后, 消费增速会有所提升, 全年预计为7%左右。
- **中美关系极端对立已过 但好转也不会很快到来** 2月11日中美两国国家元首之间首次通话, 对外释放了积极信号。拜登政府对华政策不如川普政府激烈, 意味着中美之间剑拔弩张的状态有所改善。但拜登政府对华的态度仍然与前任川普政府对华态度吻合, 双方恢复至早前的状态仍然较难。拜登政府更多的是希望联合盟友来与中国对抗, 未来中美之间的纷争会演变为技术、标准的纷争。
- **美联储仍然鸽派 市场对赌美联储** 2月24日, 美联储主席鲍威尔参加美国参议院银行委员会听证会时表示美国经济仍然不容乐观, 就业形势较为严峻, 货币宽松仍然要继续执行。而拜登政府1.9万亿经济振兴计划很大通过, 带来了投资者对未来经济过热的恐慌。投资者对经济的看好与美联储的看法对立, 带来了长债收益率的大幅走高。美联储可能会在本月快速回应市场恐慌, 尤其是对债市收益率快速上行做出回应。如果美联储仍然坚持加息只会在通胀和就业充分满足条件后, 那么美联储会严重落后于市场, 美国债券收益率会再次突破上行, 商品顺势上行, 股票市场下滑。

分析师

许冬石
☎: (8610) 8357 4134
✉: xudongshi@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130515030003

余逸霖
☎: (010) 8092 7605
✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130520050004

目录

一、两会重点议题前瞻.....	3
(一) 经济增长目标仍然是区间值.....	3
(二) 财政赤字目标下调.....	3
(三) 经济工作重点：攻克关键节点以及扩大内需.....	4
(四) 减少碳排放 钢铁行业新一轮供给侧.....	5
二、央行：从“紧信用-稳货币”到“紧信用-边际收紧货币”.....	5
(一) 马骏：资产泡沫较大 货币政策要适度收紧去应对.....	5
(二) 易纲：中国不会过早退出支持性货币政策.....	6
(三) 央行《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》.....	6
(四) 四季度货币政策报告：紧平衡或成为常态.....	8
三、春节期间就地过年 疫情仍然影响经济.....	10
四、中美关系极端对立已过 但好转也不会很快到来.....	11
五、美联储：美联储仍然鸽派 市场对赌美联储.....	12
(一) 美联储仍然保持鸽派 国债收益率飙升.....	12
(二) 最快可能在3月看到美联储变化.....	12

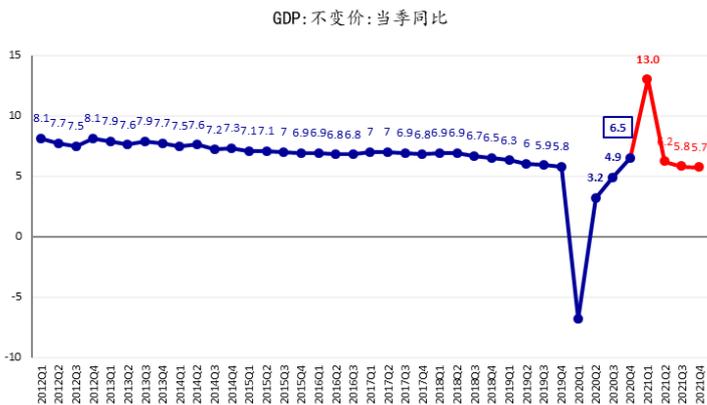
一、两会重点议题前瞻

第十三届全国人大四次会议和全国政协十三届四次会议分别于3月5日和3月4日开幕，看点包括政府工作报告和“十四五”规划纲要，明确下一阶段经济工作的重点，宏观政策取向和结构调整思路等。我们关注的重点是2021年我国经济工作目标和我国政府财政赤字和债务安排。同时中央政府会对新一年的工作重点给与阐述。

(一) 经济增长目标仍然是区间值

2020年受新冠肺炎疫情的影响，全国两会推迟召开，当年政府工作报告没有提出经济增长目标，而是强调优先稳就业保民生。年底召开的中央经济工作会议，也提出要以推动高质量发展为主题。由于低基数效应，今年GDP增速将大幅偏离潜在经济增长率，目标设定应具有较大弹性。近年来经济发展更加注重提质增效，淡化GDP考核、提升增速容忍度是大势所趋。从地方两会来看，31个省市虽然均设置经济增长目标，其中绝大多数为区间，且增速趋于保守。预计经济增长目标可能在7%-8%之间。

图1: GDP 预期 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 财政赤字目标下调

预计2021年政府工作报告中，财政支出与财政赤字率的目标相较2020年有所收缩，将降至3%左右。但从内部经济看，制造业和服务消费能否提升还存在一定变数，地产和其他企业信用风险压力仍存，就业和收入还有较大修复空间。从外部环境看，防控疫情仍在攻坚之时，外需和外部产业链的恢复还需一段时间，外部宽松的财政、货币政策可能给我国带来通胀、汇率、进出口等方面的压力，需要政策灵活应对。

稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，稳字当头，不急转弯，宽信用收敛保持循序渐进，或重提宏观杠杆率目标。预计今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。虽然总量货币政策逐渐回归中性，但结构性货币政策继续发力。此外，需要关注境外宽松货币政策的溢出效应。

(三) 经济工作重点：攻克关键节点以及扩大内需

2021 年经济工作目标预计与 2020 年底全国经济工作会议吻合，强化国家战略科技力量、供应链产业链以及扩大内需成为主要工作目标。

2021 年加速产业升级，促进科技创新，一方面在于攻克技术“卡脖子”领域，摆脱技术依赖地位，重点支持“四基”领域（核心基础零部件、关键基础材料、先进基础工艺、产业技术基础等）。另一方面，需要加快制造业转型升级，提高全要素生产率，实现经济高质量发展。同时未来扩大内需，政策可能会在医疗、教育、电动车等方面给与给多的支持。

科技和自主创新已经是 2020 年经济工作的重点，这些转变已经在已有的文件和会议中有所体现，尤其是“十四五”规划中已经体现了国家对科技发展和自主创新的雄心。现阶段我国科技创新仍然是以国家投入为主，以领头人制度和高校创新为主，举国体制完成科技创新项目和技术追赶。这种方式对于我国现阶段仍然较为适用，在科技追赶体制下，集中力量做重点突破。但是科技创新对经济增长的贡献需要更市场化的环境才能实现，举国体制的创新和对重点方向的突破需要对经济有所贡献才能获得更大的生命力和延续力。日本大藏省的例子已经说明了举国体制只适合短时间段的科技追赶，而不适用于追求科技领先。

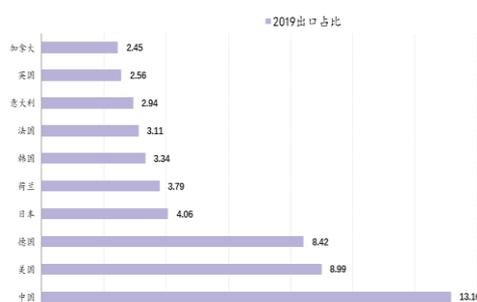
我国经济发展到人均 1 万美元 GDP 的时刻，也需要我国产业升级给与经济更多的活力。首先，我国劳动力结构已经发生根本变化，大学生毕业数量连年上行，2019 年我国普通高校毕业生数量是 819 万，高素质劳动力人口的快速上行也改变了我国整体劳动力结构，这种变化需要社会产业的升级，也是我国需要技术升级的根本原因。

外部环境已经发生变化，我国已经是世界主要经济体，在基本贸易协议下我国在全球所占经济份额已经注定，而进一步的经贸合作需要我国在法律、规章、标准等方面与其他国家进行更紧密的合作，对我国经济发展质量提出更高的要求。中美关系在 2019 年发生巨大的变化，双方冲突多与合作，这就促使我们必须以更大的开放程度、更多的合作伙伴来对冲中美之间冲突的损失。2019 年我国出口占全球出口贸易的 13.2%，进口占全球贸易的 10.5%，我国外贸在 2020 年受到疫情影响仍然在增长，但出口比例极限已经要到来。我国对外贸易合作向再进一步需要更深层次的合作，11 月份我国已经签署了 RCEP，这代表着我国与世界主要经济体都有了基本的贸易合作，而未来需要在法律、规章、标准等方面加强合作，产业链深度融合下，我国对外贸易和合作才会进入下一个层次。

图 2：高校毕业生人数上行（人）



图 3：我国出口占全球出口比例（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

内部劳动力结构的变化以及我国出口的变化都意味着,我国在传统优势的基础上需要在科技和产业链供应链上更上一层楼才能保证经济的继续发展,才能保证居民收入水平的持续上行。国家经济工作重点的转变也来源于此,这种转变至少会持续未来 10 年,这意味着我国支持我国经济增长的传统产业未来会保持平稳增长,也意味着“钢铁时代”结束。

(四) 减少碳排放 钢铁行业新一轮供给侧

供给侧改革改变了钢铁行业的运行模式,强行清理掉行业产能,使得行业利润里提高,同时带动了产品价格的上行。

中国在第七十五届联合国大会指出,中国二氧化碳排放量在 2030 年可能达到峰值,力争 2060 年实现碳中和。减少碳排放量也是“十四五”规划的重要内容,2020 年底的中央经济工作会议上也作为工作重点。

我国碳排放首当其冲的部门就是钢铁行业,而 2020 年为了达到碳排放量,部分地区发电部门也经历了“拉闸限电”。而本轮控制碳排放下最受控制的部门仍然是钢铁行业,2020 年 12 月工信部要求 2021 年开始,要进一步加大工作力度,压缩粗钢产量,确保粗钢产量同比下降。

钢铁产量的强制性下行,以及需求的上行会带来供需之间不平衡,同时带来产品价格的上行,钢铁产品价格可能会重复 2016 年供给侧改革的价格路线。

二、央行：从“紧信用-稳货币”到“紧信用-边际收紧货币”

(一) 马骏：资产泡沫较大 货币政策要适度收紧去应对

1 月 26 日,央行货币政策委员会委员马骏表示,资产泡沫较大,货币政策要适度收紧去应对。当日央行公开市场操作再度大规模回笼流动性,推动债券利率明显上行,权益市场出现大幅回调。

春季前,资金回笼压力加大,叠加目前市场情绪处于快速震荡期,脆弱性明显上升,造成了市场的过度反应。而春节前央行的货币市场操作整体处于偏紧状态,导致临近春节短期市场利率快速上行,DR001 加权平均利率达到 2.7%,交易所品种国债逆回购 GC001 利率一度上行至 7%以上。

春节后,整体流动性稍显宽松。央行认为个别时点货币市场的紧张不能定义为收紧,货币政策趋势性观察指标是 DR007 的中长期均值和政策利率是否调整。现阶段政策利率调整仍然需要时间,但 DR007 稍显稳定,央行仍然不认为操作上偏紧。

我们认为央行整体操作思路没有变化,但在操作节奏上已经处于边际收紧的状态。同时央行仍然对金融风险加以警惕,尤其是房地产行业的

图 4: 存款类机构质押回购利率 (%)



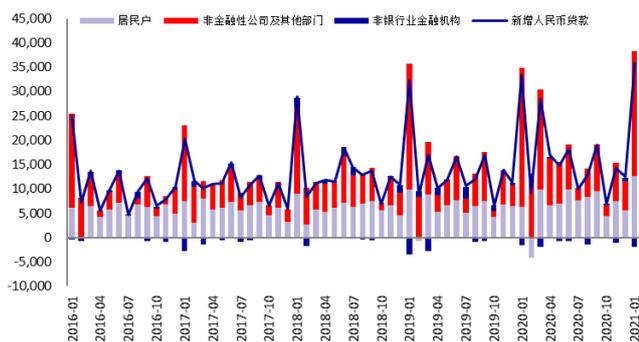
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 易纲: 中国不会过早退出支持性货币政策

1月26日下午,央行行长易纲在达沃斯论坛上表示,中国的货币政策将继续支持经济发展,不会过早退出支持政策。易纲表示,“展望未来,中国的货币政策将继续在支持经济复苏和防范风险之间保持平衡。我们将确保政策的连续性和稳定性,并且不会过早退出支持政策。”易纲称,2021年中国经济复苏前景仍将很大程度上取决于疫情的发展,“我的大概率预测是,今年中国的GDP增长将或多或少回到潜在增长水平,即恢复到正常的区间内”。这一表态延续了1月上旬易纲接受采访时的态度,显示出央行不会去过早地放弃此前发布的支持政策。至少在今年上半年,货币政策的基调不会发生根本性转变。

1月份来看,企业贷款仍然较为稳健,尤其是企业长期贷款需求仍然较为旺盛。我国对实体经济的货币政策收紧主要是针对房地产行业,房地产行业收缩带来的信用收紧暂时无法被其他行业弥补,这是未来货币政策是否转向的关键。

图5: 1月企业贷款仍然较为健康(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 央行《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》

2020年12月31日下午,人民银行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》(以下简称《通知》),建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理

制度,《通知》自 2021 年 1 月 1 日起实施。面对房地产开发端、需求端贷款双双收紧的情况,部分个人住房贷款难度或面临进一步提升。

房地产贷款集中度管理制度,是指银行业金融机构(不含境外分行)房地产贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例(以下简称房地产贷款占比)和个人住房贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例(以下简称个人住房贷款占比)应满足人民银行、银保监会确定的管理要求,即不得高于人民银行、银保监会确定的相应上限。

建立区域分档差异化集中度管理要求。相较于三道红线制度从房企端规范融资,此次房地产贷款集中度管理则是从资金供给端进行控制。第一档是中资大型银行,其房地产贷款占比上限为 40%,个人住房贷款占比上限为 32.5%;第二档是中资中型银行,其房地产贷款占比上限为 27.5%,个人住房贷款占比上限为 20%;第三档是中资小型银行和非县域农合机构,其房地产贷款占比上限为 22.5%,个人住房贷款占比上限为 17.5%;第四档是县域农合机构,其房地产贷款占比上限为 17.5%,个人住房贷款占比上限为 12.5%;第五档是村镇银行,其房地产贷款占比上限为 12.5%,个人住房贷款占比上限为 7.5%。管理制度还对超过上限的机构设置了过渡期,以保证政策的平稳实施。

银行间存在差异化影响,政策对地产贷款总量的影响偏中性。根据测算,截至 2020 年年中,大型银行(第一档)房地产贷款占比均未超标,而且大型银行房地产贷款总量占行业总量比例较高,仅建设银行及邮储银行按揭贷款占比略高于标准,但均不超过 2 个百分点;中型银行及小型银行部分银行需要调整相关贷款比例,但其体量占比不高,对房地产行业总体贷款增量的影响有限。

新政对房地产行业的影响在可控范围。根据详细拆分测算,预计相关比例达标的银行的贷款富余额度,按揭贷为 2.8 万亿元,相关比例不达标的银行贷款需要压降的额度,按揭贷为 8444 亿元,富余额度与需压降额度之差为 2 万亿元;房地产贷款富余额度与需压降额度之差为 2.8 万亿元。

新政策鼓励房企转向长期经营模式。人民银行、银保监会表示,为支持大力发展住房租赁市场,住房租赁有关贷款暂不纳入房地产贷款占比计算。新政策鼓励房企从高周转高杠杆模式向长期经营模式转变。

表 1: 主要上市银行房地产相关贷款余额及占比(截至 2020 年 6 月 30 日)

2020H1 (亿元)		贷款总额	按揭贷款余额	房地产开发贷 余额	房地产贷款	按揭占比	按揭超标 占比	房地产开 发贷占比	房地产贷 款占比	房地产贷款 超标占比
金融机构 (行业)		1693665	335900	152400	488300	19.80%		9%	28.0%	
第一档	601398.SH 工商银行	179757	54866	9537	64402	30.5%		5.3%	35.8%	
	601288.SH 农业银行	145108	44226	7912	52138	30.5%		5.5%	35.9%	
	601988.SH 中国银行	140008	42259	11663	53923	30.2%		8.3%	38.5%	
	601939.SH 建设银行	164305	56452	7673	64125	34.4%	1.9%	4.7%	39.0%	
	601328.SH 交通银行	57295	11968	3207	15175	20.9%		5.6%	26.5%	
	601658.SH 邮储银行	54811	18441	826	19267	33.6%	1.1%	1.5%	35.2%	
	占比上限						32.5%			40.0%
第二档	600036.SH 招商银行	48517	12004	4125	16129	24.7%	4.7%	8.5%	33.2%	5.7%
	600000.SH 浦发银行	41822	8074	3607	11681	19.3%		8.6%	27.9%	0.4%
	601998.SH 中信银行	42145	8342	2921	11262	19.8%		6.9%	26.7%	
	601166.SH 兴业银行	37708	9704	3016	12720	25.7%	5.7%	8.0%	33.7%	6.2%
	600016.SH 民生银行	37985	4751	5031	9782	12.5%		13.2%	25.8%	
	601818.SH 光大银行	29216	4408	2326	6735	15.1%		8.0%	23.1%	
	600015.SH 华夏银行	20396	2457	1626	4083	12.0%		8.0%	20.0%	
	000001.SZ 平安银行	25084	4567	2793	7361	18.2%		11.1%	29.3%	1.8%
	601169.SH 北京银行	15296	2690	1559	4249	17.6%		10.2%	27.8%	0.3%
	601229.SH 上海银行	10289	1051	1489	2540	10.2%		14.5%	24.7%	
	600919.SH 江苏银行	11387	2017	856	2872	17.7%		7.5%	25.2%	
	601916.SH 浙商银行	11262	669	1612	2281	5.9%		14.3%	20.3%	
	占比上限						20.0%			27.5%
第三档	002142.SZ 宁波银行	6265	67	325	392	1.1%		5.2%	6.3%	
	601009.SH 南京银行	6552	697	192	889	10.6%		2.9%	13.6%	
	600926.SH 杭州银行	4526	651	477	1128	14.4%		10.5%	24.9%	2.4%
	601997.SH 贵阳银行	2146	169	169	338	7.9%		7.9%	15.8%	
	601838.SH 成都银行	2544	662	249	911	26.0%	8.5%	9.8%	35.8%	13.3%
	601577.SH 长沙银行	2918	451	76	528	15.5%		2.6%	18.1%	
	002936.SZ 郑州银行	2156	397	311	709	18.4%	0.9%	14.4%	32.9%	10.4%
	002948.SZ 青岛银行	2028	403	237	640	19.9%	2.4%	11.7%	31.6%	9.1%
	600928.SH 西安银行	1650	195	137	332	11.8%		8.3%	20.1%	
	002966.SZ 苏州银行	1805	241	64	305	13.3%		3.6%	16.9%	
	601860.SH 紫金银行	1158	185	63	248	16.0%		5.5%	21.4%	
	002958.SZ 青农商行	2022	241	366	607	11.9%		18.1%	30.0%	7.5%
	601077.SH 渝农商行	4735	801	72	873	16.9%		1.5%	18.4%	
601187.SH 厦门银行	1247	234	101	335	18.8%	1.3%	8.1%	26.9%	4.4%	
占比上限						17.5%			22.5%	
第四档	600908.SH 无锡银行	942	103	11	114	10.9%		1.2%	12.1%	
	002807.SZ 江阴银行	768	70	3	73	9.1%		0.4%	9.6%	
	601128.SH 常熟银行	1255	98	14	112	7.8%		1.1%	8.9%	
	603323.SH 苏农银行	735	65	17	83	8.9%		2.4%	11.2%	
	002839.SZ 张家港行	785	73	9	82	9.3%		1.2%	10.5%	
占比上限						12.5%			17.50%	
第五档						7.50%			12.50%	

资料来源:Wind,中国银河证券研究院整理

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_17769

