

日期：2021 年 05 月 20 日



分析师： 陈彦利  
Tel: 021-53686170  
E-mail: chenyanli@shzq.com  
SAC 证书编号: S0870517070002

报告编号：

相关报告：

# 热点回应 以稳为主延续

——2021 年一季度货币政策报告解读

## ■ 主要观点：

对于国内经济展望，央行维持乐观，认为经济运行中的积极因素增多，其中宏观杠杆率也持续回落。但当前经济恢复基础仍不稳固，新增了经济恢复不均衡，提到了消费仍受制约，投资后劲不足，地方财政收支问题突出。所提到问题跟 4 月政治局会议上的关注要点基本相同。

对于下一阶段的政策思路，央行延续了稳字当头的基调，保持政策连续性、稳定性、可持续性，增加了“保持对经济的必要支持力度，稳定预期，精准实施宏观政策，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡”，与政治局会议要求相同。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，增加“把服务实体经济放到更加突出的位置，珍惜正常的货币政策空间”。保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，与上次表述一致。加强服务实体经济将是未来的政策重点，强化对实体经济、重点领域和薄弱环节的支持，以此应对经济的不均衡发展。继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，重新提及推动实际贷款利率进一步降低，而此前更多侧重企业综合融资成本下降。结合来看，接下来央行会继续推动金融向实体经济让利，尤其是经济的薄弱环节中小微企业。

整体来看，此次货币政策报告在表述上的变动有限，政策仍然是稳字当头，未来将运用结构性政策，更加服务于实体经济，实现经济恢复的更高水平均衡。此次报告更大的看点在于央行通过专栏回应了市场关注的热点问题。针对货币政策走向，提出市场应更关注政策利率，而非公开市场操作量的变化以及短时市场利率的波动。针对通胀，央行认为当前大宗商品价格的上涨可能阶段性推升我国 PPI，但输入性通胀的风险总体可控。应对的措施也是从供给上出手，保供稳价，通过政策收紧来抑制需求的可能性较低。针对美债收益率上行问题，央行认为对于国内的影响有限，要保持货币政策的主动性，当前仍然是以稳为主。

## 事件：2021 年一季度货币政策报告发布

近日，央行发布了 2021 年一季度货币政策执行报告。

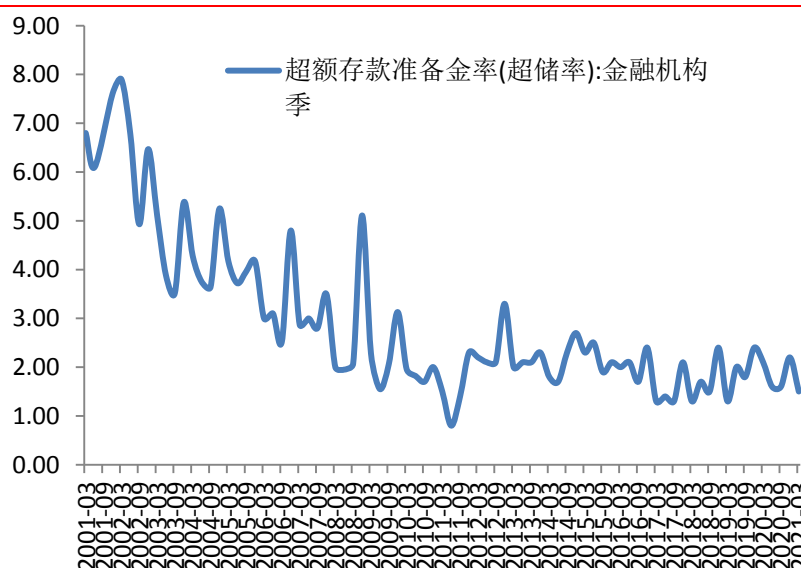
### 事件解析：

正文中分为 5 大部分，包括：货币信贷状况、货币政策操作、金融市场运行、宏观经济形势、货币政策趋势以及 4 个专栏，全方位概括了今年以来的货币政策执行情况以及下一阶段的操作思路，要点如下：

#### 1. 流动性合理充裕

一季度，央行通过灵活精准地投放，及时熨平春节前后现金投放、财政税收、季末等多种短期波动因素，保持流动性合理充裕，使得春节前不紧，春节后不松，维护市场预期稳定和货币市场利率平稳。实际上央行今年以来投放偏中性，一改去年的年底的宽松操作，一度引发市场对于政策转向的担忧。央行及时加强了与市场的沟通，强调不应过度关注央行操作的数量，更应该关注政策利率与市场利率的运行，稳定了市场预期，引导货币市场短期利率围绕公开市场 7 天期逆回购操作利率在合理区间波动，政策利率的中枢作用进一步增强。3 月末，金融机构超额准备金率为 1.5%，比上年同期低 0.6 个百分点，主要是由于去年同期对冲疫情投放导致基数偏高，仍略高于疫情前水平。

图 1：超储率（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

#### 2. 贷款利率低位运行

请务必阅读尾页重要声明

3月，贷款加权平均利率为5.10%，较去年底历史低点略有回升，但仍保持在历史低位。其中，一般贷款加权平均利率为5.30%，同比下降0.18个百分点。企业贷款加权平均利率为4.63%，同比下降0.19个百分点，金融对实体经济的支持效果持续显现。

### 3. 专栏一：健全现代货币政策框架

专栏一主要讨论了如何健全现代货币政策框架。现代货币政策框架包括优化的货币政策目标、创新的货币政策工具和畅通的货币政策传导机制。

对于货币政策目标，仍然坚持币值稳定为最终目标，关键要管好货币总闸门。而中介目标的锚就需要，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

对于货币政策传导机制，主要指央行通过完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率的政策利率体系，引导DR007为代表的市场利率围绕政策利率为中枢波动，健全从政策利率到LPR再到实际贷款利率的市场化利率形成和传导机制。再次强调市场和公众观察货币政策取向时，只需看政策利率是否发生变化即可，无需过度关注公开市场操作数量，也无需过度关注个别机构的市场成交利率，或受短期因素扰动的市场利率时点值。

对于创新的货币政策工具，主要分总量与结构方面。总量工具包括传统的量工具以及价格工具LPR改革。结构工具要根据经济发展不同时期的需要动态调整支持重点，引导金融资源流向科技创新、小微企业、绿色发展等国民经济重点领域和薄弱环节。

央行认为这一套现代货币政策框架的健全更为公开、透明、直观，提升了央行与公众的沟通效率，降低了沟通成本，有效引导预期的同时增强了公众获取信息的公平性，提高了货币政策传导的有效性，也有助于我们更好把握政策走向。

### 4. 专栏二：精准开展公开市场操作

专栏二央行主要讨论了一季度的公开市场操作情况，尤其解释了今年跨节投放偏低的原因。春节前，总共投放跨节资金4300亿元，为近年最低投放量，但央行也及时与市场沟通主要是由于“今年春节前居民提现需求明显减少，同时节前财政支出增加较多”。从实际情况来看，春节前后货币市场运行平稳，DR007始终运行在公开市场7天期逆回购操作利率2.20%附近，体现了货币政策既不松也不紧。央行在公开市场操作中会更加关注DR007等货币市场短期基准利率，并综合考虑现金投放回笼、财政收支以及市场需求等因素灵活调整公开市场操作的规模和期限品种。对此市场需要习惯，应重点

关注公开市场操作利率、中期借贷便利利率等政策利率，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况，而不应过度关注央行操作数量，避免对货币政策取向产生过分解读。央行认为年初货币市场利率曾一度短暂上行，主因是市场宽松预期下短期流动性需求增加较多，但全球来看波动率并不高，并且也是市场定价功能的正常体现，强调观察公开市场操作的重点在价不在量。

央行先后两个专栏中均提到了现代货币政策框架下，市场把握政策走向，更应该关注政策利率，而市场利率围绕央行政策利率波动，苦口婆心与市场沟通，稳定市场预期。在当前政策利率的不变也体现了货币政策以稳为主的基调。

#### 5. 疫情防控仍是决定性因素，通胀升温

对于世界经济形势，央行认为随着疫苗接种加快，全球经济复苏，前景预期趋于乐观，通胀预期也有所升温。同时也要看到。未来一段时间全球经济复苏的决定性因素仍在于疫情防控，也导致了各地经济分化较为明显，部分地区疫情也出现了反弹现象。而全球大放水后的后续影响以及未来政策转向风险也值得关注，其中特别提到了一季度美债利率的快速上行引发的全球金融市场动荡。另外央行也提到了全球通胀水平或继续升温。全球经济回暖加上流动性环境极度宽裕拉动大宗商品和原材料需求走高。叠加去年低基数效应，来一段时间全球通胀指标的同比读数可能会普遍趋于抬升，进一步推升通胀预期。

#### 6. 专栏三：美债收益率上行分析

央行特别分析了一季度美债利率上行问题，认为既有通胀预期因素，也有实际利率上升因素，而财政刺激加码和经济复苏预期增强是通胀预期和实际利率上升的共同动因。美债收益率后续走势取决于经济走势、通胀水平以及美联储反应。未来若财政刺激加码和经济复苏较强导致通胀预期上升过快，可能会触发美联储行动，将影响美债收益率走势。而美债利率上行的影响主要体现在三方面：资产价格、资本流动以及美元走强引发部分国家货币贬值风险。

对于我国而言，由于较快控制住了疫情，是全球唯一实现经济正增长的主要经济体，也是少数实施正常货币政策的主要经济体，因此走出了一波独立行情。汇率方面，人民币双向浮动，弹性增强。整体来看，美债收益率上行和未来美联储调整货币政策对我国的影响有限且可控。货币政策要稳字当头，保持货币政策的主动性，珍惜正常的货币政策空间，也说明了未来的货币政策仍然是以我为主。

#### 7. 专栏四：物价走势

针对通胀持续升温，央行特地在专栏四讨论了国内外的物价走势。

央行认为当前全球大宗商品价格上涨和通胀走高的主要有三方面因素：各国出台的大规模刺激政策，需求预期趋于旺盛；疫情制约供给恢复；全球流动性的泛滥。短期上述因素难以消除，全球通胀中枢或进一步抬升。

而国内通胀主要体现在工业品价格，叠加去年高基数可能在今年二、三季度阶段性推高我国 PPI 涨幅，需客观看待。PPI 走高一方面是低基数下的“高读数”，并且历史 PPI 本身波动也较大，而大宗商品价格上涨是阶段性供求“错位”的表现。未来待基数效应逐步消退和全球生产供给恢复后，PPI 有望趋稳。而我国 PPI 向 CPI 的传导关系明显减弱，在食品尤其是猪肉价格下行对冲下，预计今年 CPI 涨幅较为温和，受外部因素影响总体可控，将保持在合理区间运行。央行认为若无内需趋热相叠加，仅国际大宗商品价格上涨也并容易引发明显的输入性通胀。针对大宗商品涨价需综合施策保供稳价，及时有效管理预期，防范市场价格波动失序。

#### 8. 经济展望：恢复不均衡，基础不稳固

对于国内经济展望，央行维持乐观，认为经济运行中的积极因素增多，其中宏观杠杆率也持续回落。但当前经济恢复基础仍不稳固，新增了经济恢复不均衡，提到了消费仍受制约，投资后劲不足，地方财政收支问题突出。所提到问题跟 4 月政治局会议上的关注要点基本相同。

#### 9. 下一阶段：稳字当头延续，加强服务实体经济

对于下一阶段的政策思路，央行延续了稳字当头的基调，保持政策连续性、稳定性、可持续性，增加了“保持对经济的必要支持力度，稳定预期，精准实施宏观政策，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡”，与政治局会议要求相同。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，增加“把服务实体经济放到更加突出的位置，珍惜正常的货币政策空间”。保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏

**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\\_19687](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19687)

