

明年国内或为“宽”货币与“稳”信用组合

证券研究报告

2021年11月02日

● 核心结论

今年为何是“中性货币”+“紧信用”组合？年初政府工作报告中将全年经济增速目标设定在6%以上。在低基数及强出口的背景下，今年完成这一目标并无压力，因此，今年特别是下半年总量政策重心一直往“调结构”方向倾斜，并兼顾外部因素。此外，今年有三点外部因素对货币政策形成约束：首先，强劲的外需对完成经济增长目标形成保障；第二，9-10月美国对华经贸关系缓和，提振了风险偏好和出口预期；第三，美联储Taper预期早在年初就已形成，但靴子落地前全球各国央行都保持谨慎。

明年或有“宽”货币操作。2014年后人民银行满足银行体系准备金需求的方式是在降准与加大MLF净投放之间反复相机抉择。MLF余额越高，人民银行越倾向于使用降准工具。11月16日、11月30日以及12月15日MLF到期续作量会成为判断明年人民行政策操作的依据：如果等量续作，那么MLF余额会维持在5万亿美元的相对高位，这意味按照以往规律，人民银行会在明年择机进行降准操作。如果是减量续作，执行6000亿的置换空间，那么明年人民银行的政策空间会相对较大，降准与加大MLF净投放均可以满足银行体系的准备金需求。此外，明年Q2及此后随着经济下行压力加大，国内总量政策也有望适度稳增长。本着跨周期调节的原则，宽货币政策基调极有可能在明年上半年甚至一季度逐渐明朗。届时无论降准或者加大MLF净投放都是市场理解的“宽”货币操作并阶段性地利好债市。

明年信用大概率以“稳”为主。疫情后，人民银行的货币政策重心转向结构性货币政策。在如今跨周期设计的政策大背景下，关于信用政策制定者强调的是“稳”，而政策的抓手则是结构性货币政策工具。展望明年，绿色贷款有望成为维持信贷总量增长的重要力量。对于传统的信用需求方房地产部门，权威人士也在近期的《十问中国经济》中指出了方向“就当前整个房地产市场而言，合理的资金需求正在得到满足。”明年房地产部门的融资需求应该会有边际上的改变。在当下跨周期调节政策思路下，经济政策目标更聚焦于解决中长期的结构性问题。预计明年能看到结构性货币政策工具持续发力，引导金融资源流向科技创新、小微企业、绿色经济等国民经济重点领域和薄弱环节，A股市场的结构性风格或将继续。

风险提示：人民银行货币政策超预期；经济基本面超预期；资产价格表现超预期。

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

一、今年为何是“中性货币”+“紧信用”组合？	3
二、明年或有“宽”货币操作	3
三、明年信用政策大概率以“稳”为主	6
四、风险提示	10

图表目录

图 1：银行体系获得准备金方式的改变	4
图 2：中期借贷便利余额与降准	5
图 3：MLF 年底到期量	5
图 4：人民银行银行家问卷调查报告	6
图 5：TMLF 与支小再贷款	7
图 6：支小再贷款工具与小微企业贷款同比增速	7
图 7：房地产贷款余额同比增速（%）	8
图 8：社融与房地产贷款余额同比增速（季度）	8
图 9：社融总量与社融政府债券分项	9
图 10：绿色贷款、普惠贷款增速明显高于一般贷款增速	9
表 1：近期部分全面降准操作及官方政策解读	3

一、今年为何是“中性货币”+“紧信用”组合？

对于总量政策而言，每年可能需要考虑三个问题。问题一：今年是否需要稳增长？问题二：今年需要解决哪些结构性矛盾？问题三：今年的海外因素偏积极还是偏消极？

年初政府工作报告中将全年经济增速目标设定在6%以上。在低基数及强出口的背景下，今年完成这一目标并无压力，因此，今年特别是下半年总量政策重心一直往“调结构”方向倾斜，并兼顾外部因素。此外，今年有三点外部因素对货币政策形成约束：首先，强劲的外需对完成经济增长目标形成保障；第二，9-10月美国对华经贸关系缓和，提振了风险偏好和出口预期；第三，美联储Taper预期早在年初就已形成，但靴子落地前全球各国央行都保持谨慎。

在上述形势之下，今年人民银行的总量政策以“中性货币”与“紧信用”为基调，除7月超预期的降准外，并未有明显的放松。但是展望明年，我们认为人行总量政策有望转为“宽”货币与“稳”信用组合。

二、明年或有“宽”货币操作

调整存款准备金率一直是人民银行重要的货币政策工具之一，上调与下调存款准备金率往往代表了人民银行对于经济运行的调控意图。但是，近几年来，如果仔细阅读人民银行对于下调准备金率（降准）的政策解读，中期借贷便利（MLF）及其对于金融机构的成本已经成为影响人民银行决策的另一个重要因素。

表 1：近期部分全面降准操作及官方政策解读

公布日期	实施日期	内容	发布会政策解读
2021/7/9	2021/7/15	下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)	一是在保持流动性合理充裕的同时，增强金融机构资金配置能力，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。二是调整中央银行的融资结构，有效增加金融机构支持实体经济的长期稳定资金来源，引导金融机构积极运用降准资金加大对小微企业的支持力度。三是此次降准降低 金融机构资金成本每年约130亿元 ，通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。
2019/9/6	2019/9/16	全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含财务此次降准释放资金约9000亿元，有效增加金融机构支持实体经济公司、金融租赁公司和汽车金融公司)，同时，再额外对的资金来源， 还降低银行资金成本每年约150亿元 ，通过银行传导可以降低贷款实际利率。定向降准是完善对中小银行实行较低存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两款准备金率的“三档两优”政策框架的重要举措，有利于促进服务实体经济。	基层的城市商业银行加大对小微、民营企业的支持力度。这些都有利于支持实体经济发展。
2019/1/4	2019/1/25	下调金融机构存款准备金率0.5个百分点	此次降准将释放资金约1.5万亿元，加上即将开展的定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金，再考虑今年一季度到期的 中期借贷便利 不再续做的因素后，净释放长期资金约8000亿元。
2018/10/7	2018/10/15	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非降准所释放的部分资金用于偿还10月15日到期的约4500亿元 中期借贷便利(MLF) ，这部分MLF当日不再续做。除去此部分，当日到期的中期借贷便利(MLF)不再续做	降准还可再释放增量资金约7500亿元。
2018/4/17	2018/4/25	大型商业银行、股份制商业银行、城商行、非县域农商行为引导金融机构加大对小微企业的支持力度，增加银行体系资金的以及外资银行人民币存款准备金率降低1个百分点	稳定性，优化流动性结构，中国人民银行决定，从2018年4月25

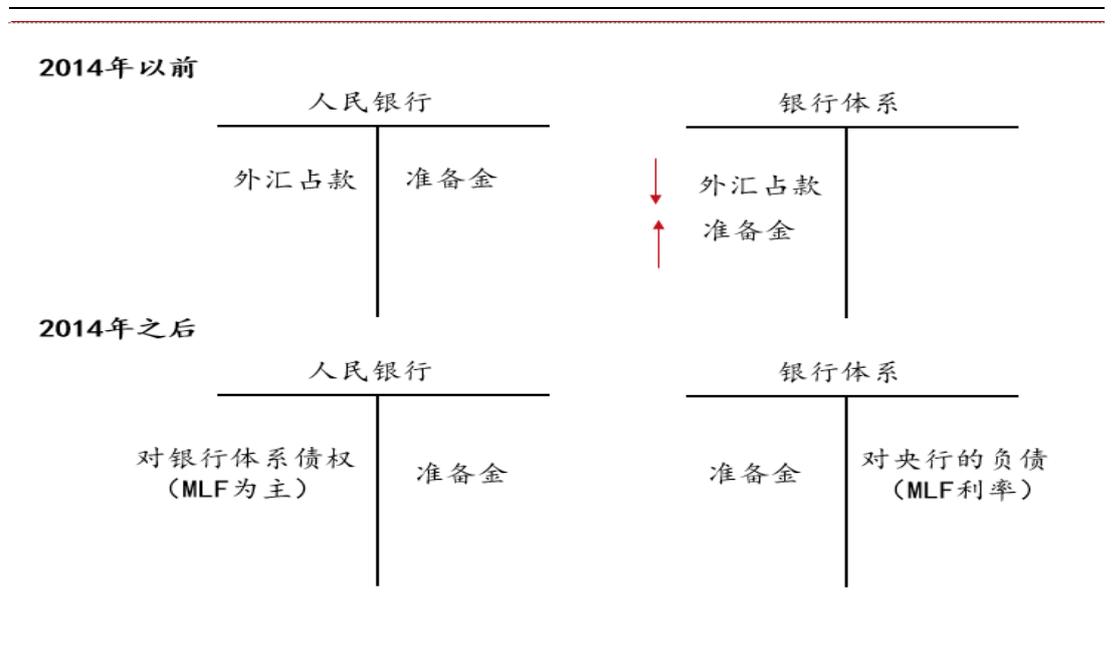
日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点；同日，上述银行将各自按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的**中期借贷便利（MLF）**。

资料来源：人民银行、西部证券研发中心

关于降准与 MLF 之间的关系，人民银行曾对 2018 年 4 月“降准置换 MLF”操作进行了详细的解读。分步骤看：下调存款准备金率 1 个百分点，并不改变基础货币总量，只是一部分法定准备金转换成超额准备金，由此会增加约 1.3 万亿元的超额准备金；而降准后商业银行用降准资金来偿还 9000 亿元 MLF，会使基础货币和超额准备金同步减少 9000 亿元。上述操作完成后，虽然基础货币减少了 9000 亿元（法定准备金减少约 1.3 万亿元，超额准备金增加约 4000 亿元），但银行体系流动性实际上净增加约 4000 亿元。

为了理解上面这一段内容，我们需要回顾一下之前人民银行货币发行机制的变化。简单来说可以概况如下：2014 年以前，由于当时我国经济运行中的一个显著特征是国际收支持续大额双顺差和外汇储备的积累。人民银行主要通过在市场上买入外汇相应投放基础货币；2014 年以后我国国际收支更趋平衡，人民银行主要通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等工具，向市场投放基础货币。不论是公开市场操作、MLF 还是 PSL，它们都是央行对其他存款类公司（银行体系）的债权。人民银行货币发行机制的变化令银行体系获得准备金的方式也发生了深刻的变化。

图 1：银行体系获得准备金方式的改变



资料来源：西部证券研发中心

如图 1 所示，在 2014 年之前，银行体系获取准备金的方式是人民银行的结汇操作。对于整个银行体系来说，其实是发生了资产端的置换——从外汇占款到准备金，相当于零成本。而在 2014 年之后，银行体系获取准备金的方式变成了对人民银行负债，即准备金其实是向人民银行借来的。而“借”来的准备金意味着银行体系需要支付成本，对于商业银行来说，可以用 MLF 利率来表示这个成本。

所以，当银行体系发生资产负债表扩张时，在给定的存款准备金率下，银行体系需要向人民银行借来相应的准备金。为了应对银行体系对于准备金的需求，人民银行有两个选择：加大 MLF 净投放或者下调存款准备金率。其中，下调存款准备金率的逻辑是：原有的准备金资产中会有一部分变为超额准备金，使得整个银行体系需要向人民银行“借”的准备金数量减少。

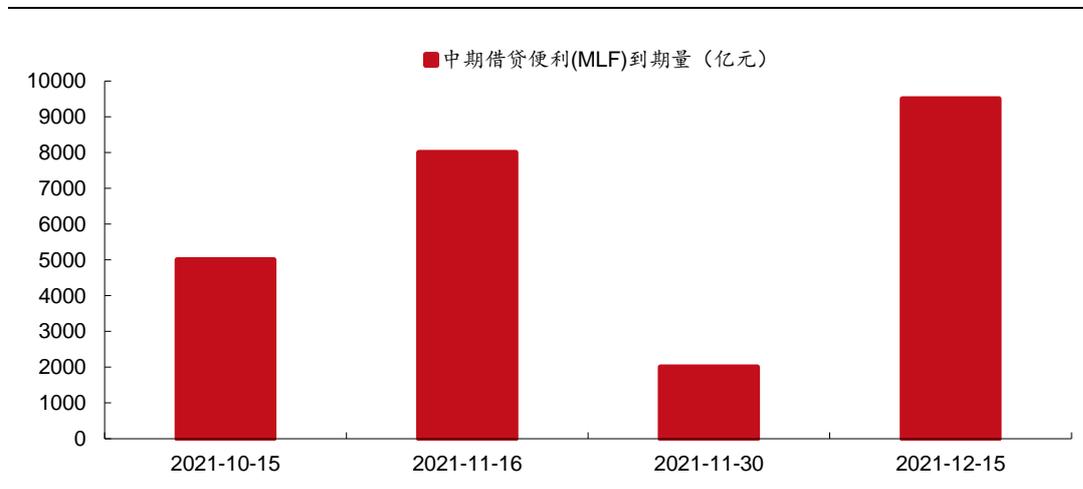
图2：中期借贷便利余额与降准



资料来源：Wind，西部证券研发中心

如图2所示，如果复盘2014年人民银行货币发行机制发生变化后的情况，可以看出人民银行满足银行体系准备金需求的方式是在降准与加大MLF净投放之间反复做着相机抉择。例如，在2016年3月-2018年4月间，人民银行满足银行体系准备金需求的方式是加大MLF净投放量。在2018年4月-2020年1月，人民银行满足银行体系准备金需求的方式则是降准。我们注意到MLF期末余额会在一定程度上影响人民银行在MLF净投放与降准之间的选择，MLF余额较高时人民银行倾向于使用降准工具。在2021年7月的降准操作中，人民银行对其的解读是可以使金融机构节约成本130亿元。利用这条线索，可以反推出人民银行当时的政策目的是让金融机构降低约1万亿MLF负债。由MLF余额可知，降准后金融机构MLF负债下降了4000亿，这意味着上一次降准还有6000亿的政策空间没有执行，这也是至今尚未出现第二次降准的主因。从现在到年底，会有1.95万亿的MLF到期，进而7月降准的剩余政策空间相当于还有MLF年内到期余额的40%。

图3：MLF年底到期量



资料来源：Wind，西部证券研发中心

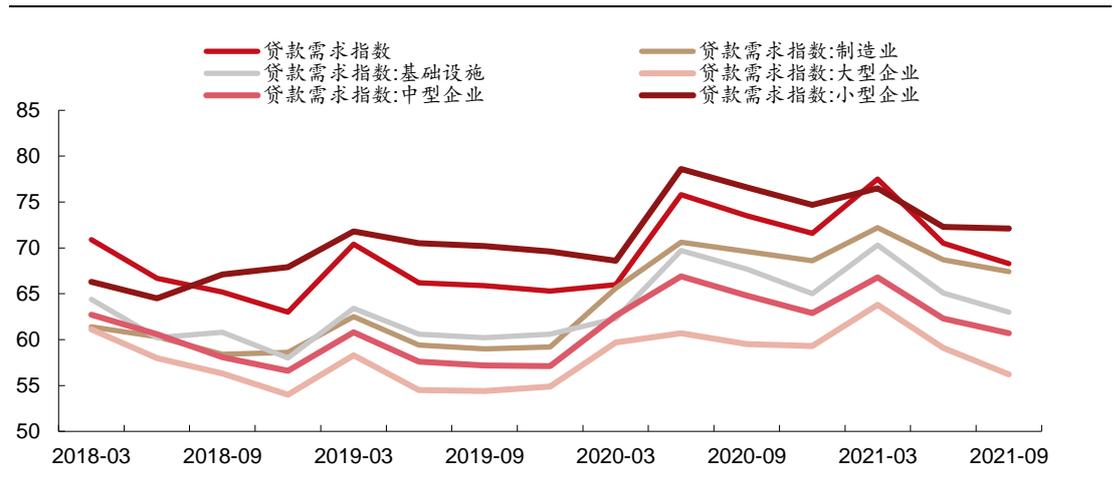
所以，11月16日、11月30日以及12月15日这三次人民银行对于到期MLF的续作量会成为判断明年人民银行政策操作的依据：如果这三次是等量续作，那么MLF余额会维持在5万亿美元的相对高位，这意味按照以往规律，人民银行会在明年择机进行降准操作。如果是减量续作，执行6000亿的置换空间，那么明年人民银行政策空间会相对较大，降准与加大MLF净投放均可以满足银行体系的准备金需求。而不管哪种情况发生，人民银行明年大概率需要做降准或者加大MLF净投放的操作，它们都是市场理解的“宽”货币操作，这会阶段性地利好债市。

此外，明年Q2及此后随着经济下行压力加大，国内总量政策也有望适度稳增长。本着跨周期调节的原则，宽货币政策基调极有可能在明年上半年甚至一季度逐渐明朗。

三、明年信用政策大概率以“稳”为主

根据人民银行发布的银行家问卷调查报告，实体经济今年3月以后贷款需求一直处于下降状态，唯一保持贷款需求相对稳定的是小型企业，也是前期人民银行结构性货币政策工具主要目标对象。这也从侧面反映了再贷款、再贴现这类带有定向性质的结构性货币政策工具的有效性。我们看到疫情后，人民银行的货币政策重心转向结构性货币政策，主要是因为结构性货币政策可以解决银行间流动性分层的问题。

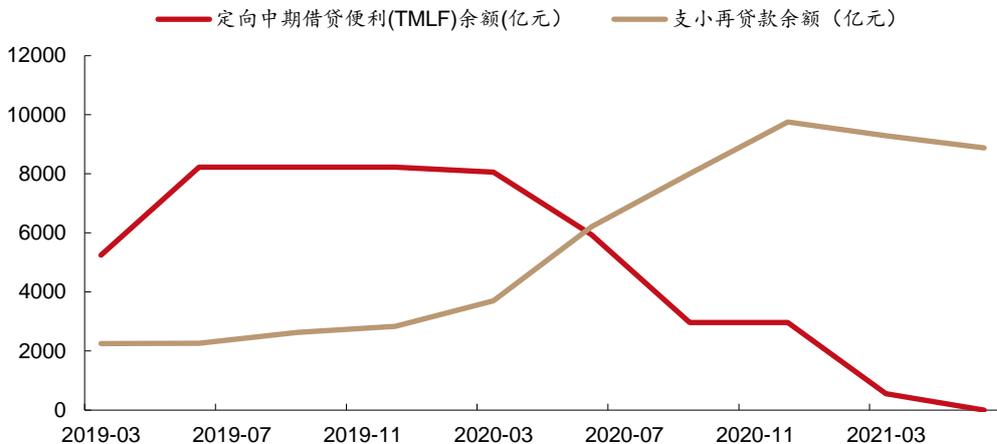
图4：人民银行银行家问卷调查报告



资料来源：Wind，西部证券研发中心

可以从人民银行支持小微企业的货币政策工具来观察其对于结构性货币政策的偏好。从2018年的“六稳”开始，小微企业一直是人民银行货币政策重点支持的对象。为此人民银行于2019年初推出了定向中期借贷便利（TMLF）。操作对象为符合相关条件并提出申请的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行。这一工具被看作是支持小微、民企贷款的货币政策工具，因为只有商业银行在上一季度对小微企业的贷款占比、增速达到一定条件才可以申请该工具。

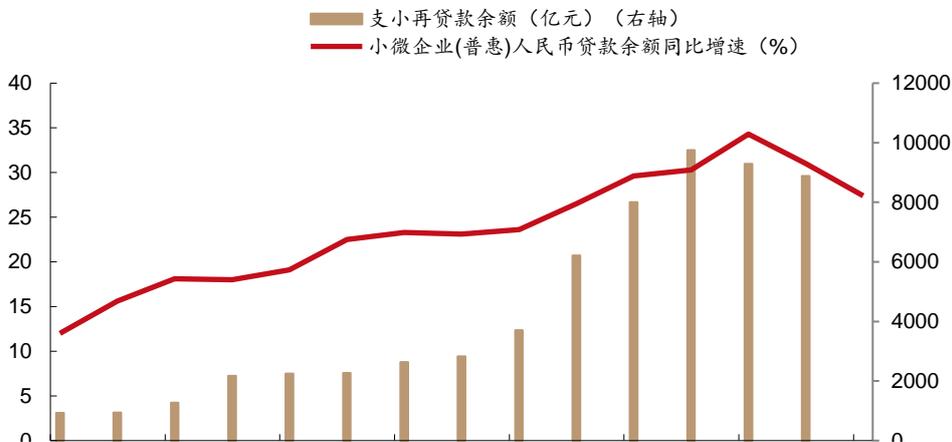
图5：TMLF与支小再贷款



资料来源：Wind，西部证券研发中心

可以看到，TMLF工具在今年内已有序退出了。而同样是以支持小微企业为目标的货币政策工具（支小再贷款）则在疫情以来使用量快速增加，目前余额已超过8000亿元。正是有了支小再贷款这种货币政策工具的支持，小微企业的贷款需求才能不断得到满足。

图6：支小再贷款工具与小微企业贷款同比增速



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_28556

