

宏观思辨系列（第2期）

宽松的货币政策目前会退出吗？

■ 核心摘要

6月18日的陆家嘴论坛易纲行长表示，“并提前考虑政策工具的适时退出”。这引发了市场关于宽松货币政策退出转向收紧的担忧，我们认为考虑到如下三个因素，货币政策转向收紧的担忧为时过早。

1) 第一，从基本面来看，经济环比在改善，但改善的幅度在放缓，工业生产、消费、房地产投资、制造业投资都在逐渐形成新的均衡水平。6月份目前的高频数据显示，较5月份出现一定的恶化，后续经济复苏隐忧仍存，这不支持货币政策转向。

2) 第二，从资金空转来看，当前货币政策边际收紧对打击资金空转取得一定效果，DR007上行到接近7天逆回购利率附近，银行间质押式回购交易量出现较大幅度的下降，压缩结构性存款的政策也将陆续出台。此外，二级市场资金利率的上行逐渐传导至一级市场融资，非金融企业信用债推迟发行渐增，这与6.17国常会引导债券市场利率和信贷利率下降不一致，货币政策没有必要继续收紧。

3) 第三，易纲行长提出的“提前考虑政策工具的适时退出”，对应是疫情应对期间的特殊政策，与不良贷款处置有关，而非整体的宽松货币政策退出。

6月18日的陆家嘴论坛易纲行长表示，疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要注意政策设计要激励相容，防范道德风险，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。这引发了市场关于宽松货币政策退出转向收紧的担忧，我们认为考虑到如下三个因素，货币政策转向收紧的担忧为时过早。

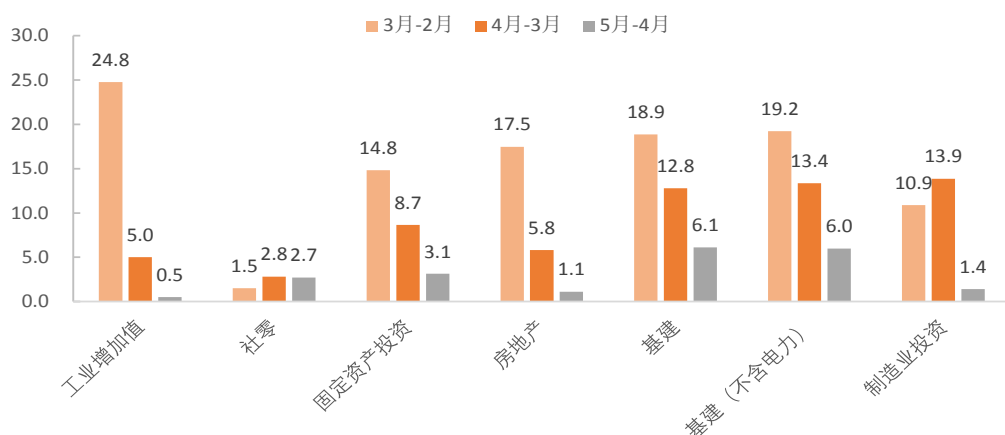
第一，从基本面来看，经济环比在改善，但改善的幅度在放缓，后续经济复苏隐忧仍存，这不支持货币政策转向。

疫情后经济修复呈现出供给好于需求、工业快于服务业的特点。5月份的经济数据较4月份仍处于环比改善态势，但改善的幅度在持续放缓。从生产端看，5月工业增加值同比增速4.4%，较4月小幅回升0.5个百分点。这一回升幅度显著低于4月回升的5个百分点、3月回升的12个百分点。考虑到外需负面影响滞后体现以及需求不足对生产的拖累，未来生产进一步上冲的动能偏弱，增速可能在这一水平附近波动。

从需求端看，制造业投资和房地产投资5月份的改善幅度都大幅低于4月份和3月份的改善程度，后续继续大幅上行的动能不足。制造业投资主要掣肘于工业企业利润增速低迷以及全球疫情和中美关系存在较大不确定性，企业信心不足。房地产投资增速在3月份最先转正，恢复最快，现在基本恢复到疫情之前水平，后续受居民加杠杆动力不足以及前期需求基本释放影响，继续大幅上行的动力不足。消费受居民收入预期、当前杠杆率高企以及消费习惯的改变，继续大幅上行的动能不足。可以看出，国内疫情的好转使得各项经济数据都在改善，但改善的动力在放缓，工业生产、消费、房地产投资、制造业投资都在形成新的均衡水平。未来最大的变数在基建投资，5月份基建投资增速为10.9%，其未来的上行幅度取决于财政政策发力的程度。

此外，从 6 月份的高频数据来看，经济上行动力也出现放缓。截至目前，6 月份六大发电集团耗煤量增速为 0.9%，大幅低于 5 月份的 7.1%；6 月份乘用车当周日均销售量同比增速由 5 月份的正增长大幅转负(部分由于去年高基数因素)；6 月份 30 个大中城市商品房销售同比增速较 5 月份增速回落 6.1 个百分点。可见，当前经济仍处于弱复苏状态，货币政策不具备转向收紧的条件。

图表1 中国经济修复边际放缓 (%)



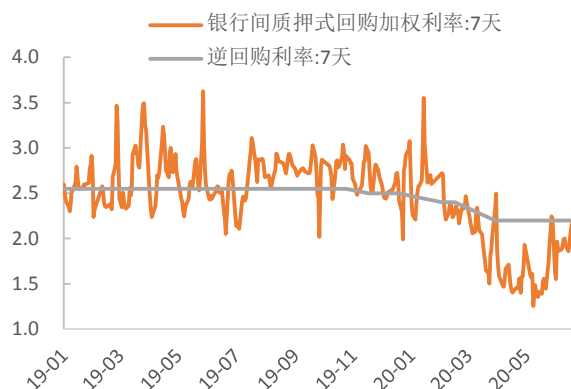
资料来源: WIND, 平安证券研究所

第二，从资金空转来看，当前货币政策边际收紧对打击资金空转已经取得一定效果，二级市场资金利率的上行逐渐传导至一级市场融资，非金融企业信用债推迟发行渐增，货币政策没有必要继续收紧。

自 5 月中旬短端利率和长端利率的上行虽有经济复苏的背景，但最根本的因素是央行打击资金空转，市场对货币政策宽松形成悲观预期。本轮资金空转的形式主要有两种：一种是金融机构利用便宜的短期资金进行连续滚动借短投长，无序加杠杆；另一种是企业将获得的便宜资金购买银行理财或者结构性存款进行套利，资金的大幅宽松并没有流入实体经济。

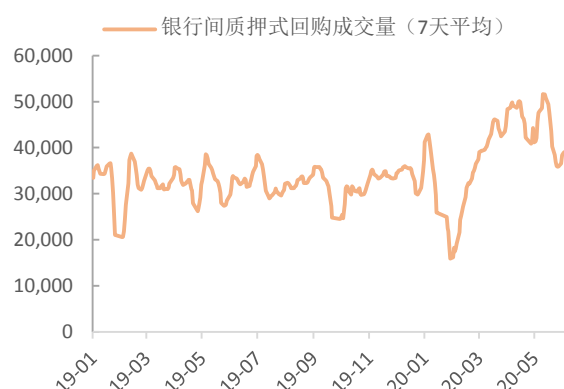
经过最近货币政策的边际收紧，短端资金利率已经出现大幅上行，DR007 由 5 月初的最低 1.25% 已经上升到最近的 2.17%，接近 7 天逆回购政策利率 2.2%；银行间质押式回购每日成交量由 5 月份最高时每天 5 万亿压缩到目前每日不到 4 万亿，银行间市场无序加杠杆取得一定成效。至于企业通过结构性存款套利，目前多地银保监局也将陆续出台相关的压缩政策。

图表2 DR007 目前接近 7 天逆回购利率 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 银行间质押式回购有所下降 (亿元)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

资金利率的大幅上行抬升了企业的发债成本，6月以来已经有45只非金融企业信用债宣布推迟或取消发行，目前6月份企业信用债融资大幅低于4、5月份，**二级市场资金利率的变化逐渐传导至一级市场融资，这与宽信用的政策相违背**。此外，6.17的国常会也表示，要综合利用降准、再贷款等工具保持流动性合理充裕，引导债券市场和信贷利率下降，因此，**货币政策没有必要继续收紧**。

第三，易纲行长提出的“**提前考虑政策工具的适时退出**”，对应是疫情应对期间的特殊政策，与不良贷款处置有关，而非整体的宽松的货币政策退出。

疫情以来央行采用的阶段性数量型货币政策工具主要包括：三次降低存款准备金率、加大公开市场操作力度、6000亿元新增政策性银行贷款额、3000亿元抗疫专项再贷款、增加1.5万亿元再贷款再贴现额度、创新直达实体经济的融资工具，如小微企业信用贷款支持计划、实施中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策等。其中，会给商业银行带来不良贷款处置压力的主要是结构性货币政策工具。

根据易纲行长5月27日接受《金融时报》的采访，截至5月23日，3000亿元专项再贷款已支持银行向7000多家重点企业累计发放优惠贷款近2800亿元；截至5月21日，运用再贷款再贴现专项额度（合计1.5万亿）支持金融机构累计发放优惠利率贷款（含贴现）共4720亿元。因此，截至5月底1.8万亿再贷款额度仅使用了7520亿元，使用比重不到42%。

考虑到企业的纾困高峰已过以及经济不确定性导致的信贷需求较弱，未来再贷款的额度能否完全使用存在不确定性。此外，创新直达实体经济融资工具带来的收益和风险也都是由商业银行来承担，商业银行是否有动力按市场化方式完全使用这些工具存在不确定性。未来这些工具不排除存在提前退出的可能。

报告作者:

证券分析师:魏伟 投资咨询资格编号:S1060513060001 电话(021-38634015) 邮箱(WEIWEI170@PINGAN.COM.CN)
证券分析师:陈骁 投资咨询资格编号:S1060516070001 电话(010-56800138) 邮箱(CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN)
研究助理:郭子睿 一般从业资格编号:S1060118070054 电话(010-56800141) 邮箱(GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN)

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐 (预计6个月内,股价表现强于沪深300指数20%以上)
推 荐 (预计6个月内,股价表现强于沪深300指数10%至20%之间)
中 性 (预计6个月内,股价表现相对沪深300指数在±10%之间)
回 避 (预计6个月内,股价表现弱于沪深300指数10%以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计6个月内,行业指数表现强于沪深300指数5%以上)
中 性 (预计6个月内,行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间)
弱于大市 (预计6个月内,行业指数表现弱于沪深300指数5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行人的投资银行业务或投资其发行的证券

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_4373

