

新华财经研报中心

作者：周韞丽

编辑：胡 铃

审核：罗姣娣

官方网站：cnfic.com.cn

客服热线：400-6123115



政策正常化回归 流动性稳健收敛

——2020年货币政策与信用环境回顾
及2021年展望

回顾2020年，新冠肺炎疫情暴发彻底打乱了商业活动秩序，全球经济因此陷入严重衰退。我国是防疫工作做得最好的国家，疫情中我国在全球价值链中的重要地位因此得到充分体现，这部分缘于政策相互配合对经济的率先重启做出的极大贡献。与发达国家相比，我国货币政策的高效是显而易见的，且兼具对长期风险防控的审慎态度。本文将首先梳理分析2020年货币政策与信用环境的演变，并在此基础上对2021年的货币政策进行展望。

2020年我国货币政策大致分为三个阶段：其一，1-4月“稳增长”的逆周期调节阶段；其二，5-7月“精准导向”的总量边际收紧阶段；其三，8月至今的政策稳健中性阶段。随着政策向正常化调整，流动性的去向也有一定的分化。展望2021年，预计货币宽松政策转向温和退出，银行间市场与实体经济流动性也将稳健收敛。

目录

一、2020 年货币政策回顾.....	3
二、流动性的均衡与分化.....	5
三、2021 年货币政策与信用环境展望.....	7

图表目录

图表 1：下半年央行倾向用 OMO 投放流动性.....	4
图表 2：实体经济流动性大幅改善.....	4
图表 3：银行与非银金融机构间的流动性差距放大.....	5
图表 4：下半年同业存单发行量上升.....	6
图表 5：同业存单发行利率上浮.....	6
图表 6：分类别的社融累计多增金额.....	7
图表 7：通过债券融资的多为国企.....	7

政策正常化回归 流动性稳健收敛

——2020年货币政策与信用环境回顾及2021年展望

回顾2020年，新冠肺炎疫情暴发彻底打乱了商业活动秩序，全球经济因此陷入严重衰退。我国是防疫工作做得最好的国家，疫情中我国在全球价值链中的重要地位因此得到充分体现，这部分缘于政策相互配合对经济的率先重启做出的极大贡献。与发达国家相比，我国货币政策的高效是显而易见的，且兼具对长期风险防控的审慎态度。本文将首先梳理分析2020年货币政策与信用环境的演变，并在此基础上对2021年的货币政策进行展望。

一、2020年货币政策回顾

2020年我国货币政策大致分为三个阶段：

其一，1-4月“稳增长”的逆周期调节阶段。在此期间经济活动暂时停摆，为防范流动性危机，央行基于对困难和不确定性的充分估计，采取了价降量宽、放松监管的政策组合，总体目标是“支持实体经济特别是中小微企业渡过难关”。具体措施包括降准及定向降准、调降MLF利率、提供再贷款再贴现资金及利率优惠、下调SLF利率等。

在适度宽松的货币政策环境下，实体经济与金融市场流动性得到支持，资金利率与债券收益率均大幅下行。M2增速在4月升至11.1%，创下逾三年新高，社融存量增速也回升至12.0%，较2019年底上升1.3个百分点，市场隔夜资金利率从2.7%左右的高点降至1%以下。

与此同时，偏宽松的政策也带来了风险隐患。银行间回购成交量一路爬升至历史高位，企业短期贷款和票据融资增速快速上浮，短期资金成本与结构性存款、理财产品收益率之间出现较大套利空间，“借短贷长”的风险开始积累。此外，一季度非金融企业杠杆率上行9.8个百分点，升幅仅次于2009年一季度，债务的高速堆叠带来了对其可持续性的担忧。

其二，5-7月“精准导向”的总量边际收紧阶段。二季度我国经济见底反弹，生产逐步恢复，而季度初期资金套利空间持续走扩，引导金融脱虚向实的必要性上升。期间央行政策选择了价稳量宽、监管收紧的政策组合，目标转换为“完善跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡”。

因疫情影响，2020年政府债券自5月大幅放量，但央行并未在流动性上给予相应规模的配合。5-7月，国债+地方债发行额达4.1万亿元，而OMO与MLF净回笼3575亿元，期间MLF利率保持不变，银行间流动性总量进入收敛阶段。针对市场利率与政策利率的分化（例如3-4月DR007相对7天OMO利率

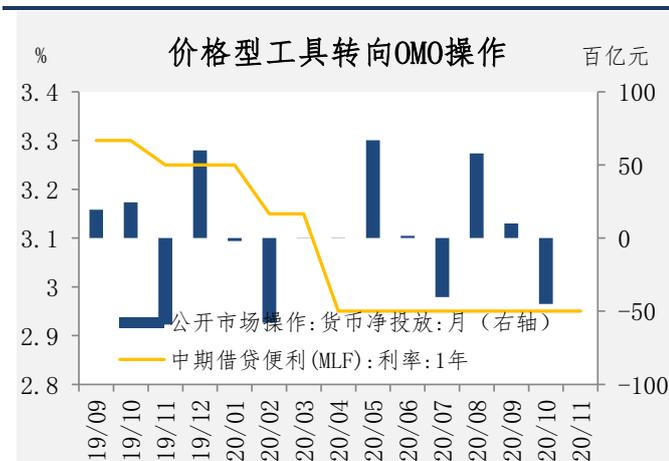
向下偏离)，央行提出“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”，意在通过流动性收敛，巩固政策利率的指向性作用。同时，政策对于信贷的支持力度不减，6月创设两项直达实体经济的政策工具，加强对普惠小微企业的精准滴灌。在对待风险上，监管部门鼓励商业银行加大不良贷款损失准备计提力度及核销处置力度，并提及完善债券违约处置机制，强调“稳妥推进金融风险处置”。

在货币政策的引导下，5、6月M2同比增速保持在11.1%的高位，DR007逐渐向7天OMO利率靠拢，1年期同业存单发行利率向1年期MLF利率回归，银行体系流动性边际收敛实现“紧平衡”。二季度，在LPR的引导下一般贷款加权平均利率下降22个百分点，个人住房贷款利率下降18个百分点，银行贷款余额快速增长，而资本充足率下降0.32个百分点。

其三，8月至今的政策稳健中性阶段。在二季度GDP同比转为正增长后，旨在“稳增长”的货币政策刺激的必要性下降，央行主要采取稳量价、严监管的政策组合。8月以来，公开市场操作、MLF成为主要流动性调节工具，8-10月的OMO及MLF净投放总量约1.1万亿元。11月，信用债违约高发对债市产生负面影响，进而导致回购市场波动性放大，央行也适时通过OMO释放短期流动性予以对冲。同时，金融监管部门继续加大对结构性存款的压降力度，5-10月银行结构性存款共减少4.2万亿元，其中8-10月减少2.2万亿元。

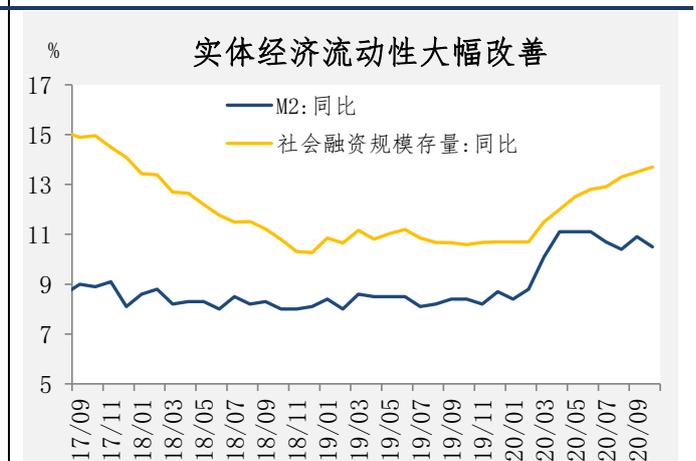
4-10月累计新增人民币贷款同比增长均在20%以上，是2009年后同期最高水平，表明期间宽信用的政策效果得到体现，经济正常化动能不断蓄力。至2020年10月，因财政资金投放进度较慢、银行结构性存款减少，M2同比增速已经由二季度高点11.1%降至10.5%，与社融不断攀高的增速出现分化。OMO、MLF利率保持不变，DR007波动中枢上浮至高于7天OMO利率。

图表 1：下半年央行倾向用 OMO 投放流动性



来源：新华财经

图表 2：实体经济流动性大幅改善



来源：新华财经

二、流动性的均衡与分化

（一）银行间市场流动性

2020年上半年因政策宽松，银行与非银金融机构间的流动性差距缩小，二季度甚至出现R007与DR007倒挂的现象。随后政策边际收紧，回购利率反映的流动性分层开始显现。信用债违约给债券基金等非银金融机构流动性带来考验，也使得银行与非银之间的流动性分化更明显。

图表 3：银行与非银金融机构间的流动性差距放大



来源：新华财经

流动性投放收敛、结构性存款被压降后，中小银行负债端压力开始放大。根据普益标准最新统计数据，截至11月18日，市场上存续的银行结构性存款产品以股份制银行产品居多，为4159款，其他包括国有行1664款，城商行1525款，农商行438款，外资行880款。结构性存款被压降后，银行负债端出现缺口，转向通过发行同业存单缓解揽储压力，同业存单的发行量也从5月的1.1万亿元上升至10月的1.9万亿元。与此同时，发行利率也有不同程度的上浮，以1年期股份行同业存单为例，截至11月30日其发行利率已从4月初的年内低点上行177个基点至3.36%。而揽储压力最大的还属部分中小行，在银行间流动性收缩时同业投资意愿下降，中小银行同业存单发行成功率也更低。

图表 4：下半年同业存单发行量上升



来源：新华财经

图表 5：同业存单发行利率上浮



来源：新华财经

(二) 实体经济流动性

新增社融主要由人民币贷款、政府与企业债券融资构成。截至10月末，2020年以来新增社融累计31.0万亿元，其中本外币贷款17.6万亿元（占比56.8%），政府债券融资7.2万亿元（占比23.3%），企业债券融资4.3万亿元（占比14.0%），三部分构成总量的94.1%。1-10月累计社融较上年同期多增9.5万亿元，多增的部分主要由3.3万亿元本外币贷款，3.0万亿元政府债券融资，1.7万亿元企业债券融资，以及1.1万亿元的表外融资（包括委托贷款、信托贷款和未贴现银承）组成。

先看贷款。2020年以来信贷投放向企业倾斜，但个人贷款仍然保持高增。从本外币贷款看，新增贷款中对个人、对公贷款分别为6.6万、11.0万亿元，占新增贷款的38.2%、64.2%，对公新增贷款占比较上年同期上升5.8个百分点，表明2020年以来贷款投放相对向企业倾斜。

个人经营贷款增速反超，消费贷款增速止跌且趋于平稳。截至10月末，金融机构居民贷款余额61.9万亿元，其中消费贷款余额48.6万亿元，新增4.6万亿元，较上年同期少增4292.3亿元；经营性贷款13.3万亿元，新增2.0万亿元，较上年同期多增8783.7亿元。经营性贷款的性质类似中小企业贷款，2020年经营性贷款余额增速自2013年4月后首次反超消费性贷款，至10月末增速达19.1%，在一定程度上彰显了普惠金融推进的实效。

住房抵押贷款增速回升，借贷消费意愿较弱。在央行的统计口径中，消费贷款也包括住房抵押贷款，而住房抵押贷款大部分都是中长期贷款，因此我们将消费贷款拆分为短期和中长期进行分析。截至10月末中长期消费贷款余额（大部分为房贷）同比增长20.6%，增速高于上年同期3.43个百分点，回到2018年初水平。而短期消费贷款增速自2月骤降至负区间，至10月末几乎一直保持在

-11%左右，表明与耐用品、旅游、教育、装修等相关的商品与服务借贷消费意愿较弱，也反映了部分消费场景重启缓慢对借贷消费（包括信用卡消费）的限制。

对公中长期贷款占比上升，上市银行制造业贷款同比大增。截至10月末，金融机构对公贷款余额新增11.0万亿元，较上年同期多增2.7万亿元；新增对公贷款中中长期贷款占比70.0%，较上年同期上升8.1个百分点。从上市银行半年报看，上半年上市银行向租赁和商业服务业（简称商服）、制造业、房地产业、交通运输仓储和邮政业（简称交通）、水利环境和公共设施管理业（简称水利）、电力热力燃气及水生产和供应业（简称电力）发放贷款1.6万亿元、1.1万亿元、7613.0亿元、6762.8亿元、5546.3亿元、1697.7亿元，共4.8万亿元，其中与基建相关（包括交通、水利、电力和商服，商服贷款主要投向融资平台公司）贷款约3.0万亿元。与上年同期相比，制造业贷款投放大增369.1%，基建相关贷款增长89.7%，房地产贷款增长26.1%，增速相对落后。

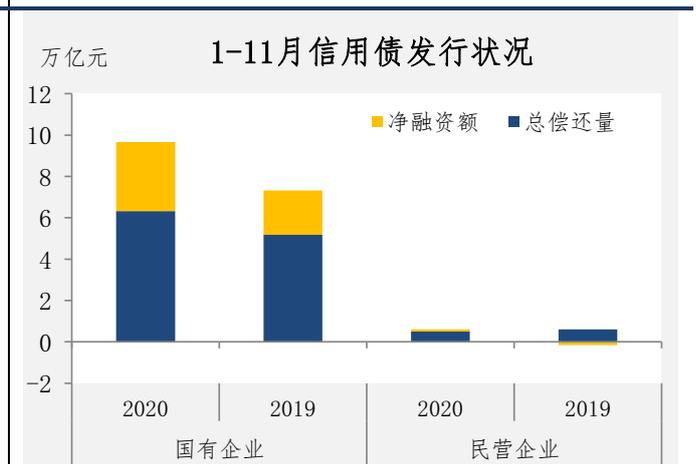
再看企业债券融资。分主体性质看，非金融企业信用债发行基本上由国企主导，民营企业发债更多用于“还旧账”。1-11月非金融企业信用债总发行量10.6万亿元，其中净融资3.4万亿元，国企占据非金融企业信用债发行总额的88.9%，占净融资额的96.7%。国企和民营企业分别通过发行信用债进行净融资3.3万亿元、1007.0亿元，较上年同期上升1.2万亿元、2597.1亿元，表明宽信用、低利率环境对企业发债起到了推动作用。但是，对比大幅加杠杆的2015、2016年，2020年民营企业发债融资更多用于“还旧账”，信用债总偿还额占总发行额的83.3%之多。

图表 6：分类别的社融累计多增金额



来源：新华财经

图表 7：通过债券融资的多为国企



来源：新华财经

三、2021 年货币政策与信用环境展望

（一）货币宽松政策或转向温和退出

在2020年上半年宽松的财货政策刺激下，一方面流动性得到大幅改善，助力我国经济修复进程持续推进，中长期贷款占比上升反映了更良性的融资结构，指向未来经济增长的潜力较足；另一方面也引出资金空转、宏观杠杆率上升、房地产价格上涨等问题，因此下半年以来货币政策持续在“稳增长”与“防风险”之间寻找平衡，流动性投放也更加注重精准滴灌。在货币政策执行报告中，央行强调“坚持实施正常的货币政策”，提出“把好货币供应总闸门”“保持宏观杠杆率基本稳定”，可以推断，2021年货币政策正常化还会持续推进，“紧平衡”仍然会是流动性的主基调。而基于通胀的视角，截至2020年10月末我国CPI同比增速仍在下探，但到2021年二季度通胀大概率将回升，CPI同比或升至2%，因此货币政策退出宽松也符合未来通胀的预期走势。

但基于以下考虑，预计货币政策收紧不会过于迅速：一是海外疫情的不确定性以及国内就业冲击尚未完全平复；二是结构性存款压降后中小银行资金流动性承压；三是信贷投放具有很强的季节性，通常一季度是全年放贷的高点；四是至2021年上半年，2020年新发行的短期债券将陆续到期，叠加延期还本付息政策有效期将至，规避信用违约风险集中爆发或成为关注重点，这要求政策的平稳过渡。从总量上看，经历二季度11.1%的高点后，2020年底M2增速可能回落至10%左右，与GDP增速之差仍处于较高的水平，依据央行有关流动性与名义GDP增长相匹配的意向，货币超发将在2021年得到缓解。但即便M2增速将在2021年下降，降幅也不会非常大，预测仍将高于疫情前（8%-8.5%），在9%上下。

（二）银行间市场与实体经济流动性将收敛

当前银行超额准备金率处于较低水平，叠加同业存单发行量价齐升，表明在信贷大幅扩张、银行间市场流动性边际收缩的背景下，商业银行融资性现金流趋紧，部分中小银行或面临长期负债匮乏的难题。尽管预算内的财政支出较上年增加，但因疫情影响基建项目开工筹备与施工进度均有所后延，财政支出进度与近五年相比相对落后，这也意味着2020年四季度至2021年上半年的财政支出将加速（10月财政支出已有提速迹象），或小幅改善银行中长期流动性。不过，如上文所述，2021年上半年银行间市场波动可能还将有所放大，需要央行有针对性地释放流动性予以对冲，保障资金周转顺畅。另一方面，如果2021年出口继续好于预期，经济扩张动力较强，外汇占款与货币流通速度增加，叠加下半年通胀加速回暖，那么也不排除在2021年下半年调升MLF与OMO利率的可能性。

2020年的社融增量主要来自一是政府债券发行，二是企业债券发行，三是企业中长期贷款。到2021年，比较确定的趋势是，随着财货政策向常态化收敛，政府债券与企业债券发行增量都将下降，存在变数的是企业中长期贷款走向。企业中长期贷款增速多反映资本支出状况，包含基建融资需求及制造业投资等。目前工业企业正处于库存周期底部，因此基本假设是2021年基建融资需求边际下

滑，而制造业企业因库存回补融资需求上升，在企业中长期贷款中占比上浮。不过，由于基建融资需求占据主导地位，整体来看企业中长期贷款增量大概率仍将低于2020年水平，因此2021年新增社融增速将较2020年回落是大概率事件。

重要声明

《新华财经年报》由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整。任何情况下，《新华财经年报》所发布的信息均不构成投资建议。