

兰瑞智库战略决策研究



兰瑞智库

**R**unwaysys

2021年02月01日 星期一

**政策观察**

*Policy to observe*

主办：兰瑞智库经济战略研究中心  
网址：<http://www.runwaysys.com>  
全国客服热线：4001182162  
E-mail：[runwaysys@188.com](mailto:runwaysys@188.com)

欢迎关注  
兰瑞智库  
官方微信平台  
(RUNWAYSYS888)



## 目 录

【广州期货交易所获批背后的战略考量】 .....	2
一、广州期货交易所正式获批设立	
二、为何选择广州？	
三、广州期货交易所的战略意义	
【商业银行负债质量管理出台：中小银行面临挑战】 .....	10
一、前言	
二、《办法》出台原因	
三、内容解读	
四、影响	
【央行连续四天净回笼，流动性拐点来临？】 .....	17
一、流动性趋紧	
二、流动性为何趋紧？	
三、流动性拐点到来了吗？	
四、目前环境不适合持续性收紧	
五、何时会实质性收紧？	

## 【广州期货交易所获批背后的战略考量】

### 目录

- 一、广州期货交易所正式获批设立
- 二、为何选择广州？
- 三、广州期货交易所的战略意义

### 正文

#### 一、广州期货交易所正式获批设立

1月22日，经国务院同意，中国证监会正式批准设立广州期货交易所。

证监会表示，设立广州期货交易所是贯彻落实党中央、国务院关于《粤港澳大湾区发展规划纲要》、国务院关于《中国（广东）自由贸易试验区总体方案》以及中国人民银行、中国银保监会、中国证监会、国家外汇管理局等四部委《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》的重要举措。广州期货交易所立足服务实体经济、服务绿色发展，秉持创新型、市场化、国际化的发展定位，对完善我国资本市场体系、助力粤港澳大湾区和“一带一路”建设、服务经济高质量发展具有重要意义。

广州此次获批成立期货交易所，其渊源还是离不开当年的广东省碳交易试点，

采取省市共建模式。不过，那个时候的确是处于论证调研阶段。

真正将广州期货交易所推向实质性阶段的还是粤港澳大湾区的建设。2020年5月14日，央行、银保监会、证监会和国家外汇管理局发布《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》（下称《意见》），在推动粤港澳大湾区绿色金融合作方面，提出研究设立广州期货交易所。2020年10月9日，证监会发布消息称，广州期货交易所筹备组正式成立，这标志着广州期货交易所的创建工作进入实质阶段。《意见》表示，广州期货交易所在未来将会涵盖科技、绿色、金融、环保等新兴产业。广期所有别于其他交易所，是一个全方位多领域覆盖的交易所。

## 二、为何选择广州？

广州期货交易所的设立是非常不容易的，堪称27年来首次“破天荒”。改革开放初期，在全国各地涌现了很多证券交易和期货交易场所，一个国家有太多的证交所和期交所显然是不行的，会带来恶性竞争，酝酿金融风险。比如在上交所、深交所归地方管理的时代，上海和深圳就曾展开过激烈的竞争，最终导致了证监会扩权和印花税收归中央。

期货交易所的大整顿从1993年开始，国务院下发了《关于制止期货市场盲目发展的通知》，把全国50多个期货交易所合并为15家。

到了1998年，中央再次痛下杀手，把15家期交所合并为3家。也就是上海期货交易所、郑州商品交易所和大连商品交易所。

从1993年至今，国家只在2006年在上海设立了中国金融期货交易所。除此

之外，一直没有新的期交所诞生。

上海的地位非常特殊，是国家确定的内地第一大金融中心。对于上海以外的城市来说，增设类似期交所这种“全国性金融市场”，是过去 27 年都没有过的事情了。

至于新三板从深交所剥离出来，迁移到北京，只能算增加了“半个全国性金融市场”。那么为何国家要在广州设立一个期交所呢？

广州这些年来和北京、上海、深圳相比，同在一线城市，但是却缺少“金融大杀器”——证券或者期货交易所。

北京虽然没有证券或者期货交易所，但是北京是首都，是央行所在地，是众多银行总部所在地，北京的金融实力不容置疑。

上海是中国金融第一重镇，可谓集万千宠爱于一身，央行第二总部已经于 2005 年落户上海。不仅如此，上海还有上海证券交易所、上海期货交易所（成立于 1990 年 11 月 26 日，上市交易的有铜、铝、天然橡胶、燃料油、黄金、白银、锌、铅、螺纹钢、线材）、中国金融期货交易所（于 2006 年 9 月 8 日在上海成立，交易品种：股指期货，国债期货）。

至于深圳，也有深圳证券交易所。围绕证券交易所，深圳可谓受益匪浅，不但金融行业受益，而且与上市有关的服务业，如律师行业、会计师行业也是受益者。围绕深交所已经形成一个巨大的生态圈，深圳的金融业比较突出，深交所居功至伟。

只有广州一直很苦闷，既没有央行总部驻扎，也没有证券或者期货交易所，连申请央行南方总部都要和深圳竞争，广州金融继续上行缺乏一个重要支点。

郑州、大连这些城市在金融实力上不如广州，但郑州有郑州商品交易所（成立于1990年10月12日，交易的品种有强筋小麦、普通小麦、PTA、一号棉花、白糖、菜籽油、早籼稻、玻璃、菜籽、菜粕、甲醇等期货品种），大连有大连商品交易所（成立于1993年2月28日，上市交易的有玉米、黄大豆1号、黄大豆2号、豆粕、豆油、棕榈油、鸡蛋、线型低密度聚乙烯、聚氯乙烯、焦炭和焦煤共回计11个期货品种）。

而广州最近几年有点“迷茫”。2017年末，广东省公布了重新核定后的2016年度的GDP，广州首次被深圳超过，失去了“GDP第三城”的桂冠。

很快，源自北京一些经济学家的说法开始流行：大湾区将进入以深圳为中心的时代，香港、广州都将沦为“环深城市”。深圳随后获得“社会主义先行示范区”的定位，以及获得更大的改革开放授权、立法授权，似乎也坐实这一点。

与此同时，杭州的发展势头也咄咄逼人：无论是上市公司总市值、独角兽企业数量都超过了广州，至于两个城市汇聚的“资金总量”，也在不断拉近。

正当广州为杭州步步紧逼而烦恼的时候，另外一个城市突然在2020年实现了逆袭，这就是重庆。2020年前三季度，广州的地区生产总值为17475.86亿元，同比增长1.0%；重庆的地区生产总值达到了17707.10亿元，同比增长2.6%。

近日，重庆统计局公布：2020年，重庆市实现地区生产总值25002.79亿元，比上年增长3.9%。广州的准确数据尚未公布，但广州媒体报道说，2020年，广州地区生产总值预计在2.4万亿元以上。也就是说，重庆GDP在2020年超过广州已经成为定局。这意味着，在2016年广州丢失“老三”地位之后，2020年又失守了“老四”的位置，成为GDP第五城。

在这样的時候，廣州顯然需要一個大利好。此前，廣東省曾在宣布全力支持深圳建設“社會主義先行示範區”的時候，宣布以同等力度支持廣州。但那畢竟是廣東省的態度。設立廣州期貨交易所，則代表了中央的支持。

可見廣州盼交易所如盼甘霖，確實與廣州目前的處境有關，廣州向上突破，需要期貨交易所助力。

### 三、廣州期貨交易所的戰略意義

中國要成為金融強國，不僅股市要強，期貨一樣要強。

期貨市場有兩大作用，一個是“風險管理”，以遠期合同來轉移價格波動風險。例如，大豆、小麥等農產品的價格，受氣候因素的影響較大，相關企業為了控制進貨成本，可以通過遠期合同提前鎖定一個價格，這樣就可以有效規避價格頻繁變動的風險。

可以這麼說，凡是價格變動頻繁、市場參與者眾多、且價格不容易被操控的大宗商品，理論上都可以進行期貨交易，這個需求是非常非常大的。一個成熟的期貨交易所，對穩定企业经营預期、穩定市場秩序的作用是很大的。

期交所另一個作用是“發現價格”，或者叫“掌握定價權”。

當今中國的石油進口依賴度已達到 70%，是全球第一大原油進口國，但這個全球最大買家，並沒有享受到甲方應有的話語權。為什麼呢？因為全球的原油價格基本是美國的 WTI 原油和英國的布倫特原油兩雄稱霸，這兩個期貨市場基本上統治了全球的原油定價權。全球 85% 的原油貿易都會參照這兩個交易所的價格

作为基准价，足见期交所对大宗商品贸易的定价权有多么重要。

此外，农产品价格形成于芝加哥期货交易所。美元与债券等金融衍生品的价格则形成于芝加哥商业交易所。欧美几乎垄断了世界大宗商品的定价权，其他国家只能被动接受欧美的定价。借由这几大世界定价中心，欧美进而掌控了全球经济的脉搏。中国有大量的铁矿石需求？那巨型的对冲基金就组织起来爆炒铁矿石，价格被拉的极高之后，你买还是不买？靠着金融市场的霸权，国际游资疯狂收割全球财富。

我国现在是全球第一贸易大国，但离贸易强国还有很大距离，一个重要原因是很多大宗商品的定价权并不掌握在自己手上，这方面中国吃过太多的亏。作为大宗商品的最大消费者，中国也成为了大宗商品涨跌的最大受害者。

商务部前发言人姚坚曾无奈地感叹道：“中国在国际贸易体系中定价权几乎全面崩溃。中国买什么，什么就涨价，中国卖什么，什么就降价。”在此意义上，如果能有几个具备国际影响力的期货交易所，对我国抢占大宗商品贸易的定价权，是非常有必要的。

为什么中国的需求量这么大，明明中国已经有了好几家期货交易所，为什么这么多年过去了，中国的期货交易所始终无法成为世界定价中心？

主要原因有两个。

第一，人民币不是自由兑换的国际货币，对国内期货市场的全球参与造成极大阻碍，国际资金不想进来玩。

第二，期货交易具有路径依赖和历史惯性，定价权一旦形成，就很难转移。尽管美国的经济早已大幅领先英国，但最早获得金属定价中心的英国，至今仍然

牢牢掌控着期铜的定价。

因此，中国的期货交易所，只是国内贸易的价格发现场所，而一直无法成为国际贸易的定价场所。

早在数年前，中国上下已经逐渐达成了一种共识——既然在农产品、金属、能源等传统大宗商品领域与纽约、芝加哥竞争极为困难。那么，最佳的路径，或许是抓住尚未形成定价市场的、独有的细分品种。

这方面确实有过成功案例，像天然橡胶的国际贸易价，就主要参考日本东京工业品交易所的天胶期价，棕榈油主要参考马来西亚等。

这一次，广州要建立的便是创新型的期货交易所。

此前曾有消息称，广州期货交易所将以碳排放作为首个品种，可能主要聚焦于绿色、金融、科技、环保等新兴产业，市场空间极其广阔。但之后碳排放品种遭到监管部门否认。

目前期货交易所是属于证监会管，而现在的碳交易所是属于地方环境主管部门管，第一个产品是否是以碳排放为品种，这点的的确值得商榷。另外，从期货与现货的关系来看，碳期货要走向成熟，还是需要建立在碳现货的基础上。目前看来，全国的碳排放现货市场也仅仅在电力行业启动，现阶段推出碳排放期货条件不成熟，把上市品种限定在以碳排放为首个品种暂时是不现实的。

不过，无论广州期货交易所第一个产品是否基于碳排放，但有一点是肯定的，国家希望在广州围绕期交所探索“绿色金融”。也就是跟环保、绿色发展有关。也有媒体猜测：大宗商品指数和电力指数等品种成为广州期货交易所首先上市的备选品种。

无论如何，未来广州期货交易所一定是一条全新的赛道，让中国更有可能弯道超车，率先取得全球定价权。

[Top](#)

## 【商业银行负债质量管理出台：中小银行面临挑战】

### 目录

- 一、前言
- 二、《办法》出台原因
- 三、内容解读
- 四、影响

### 正文

#### 一、前言

为促进商业银行提升负债业务管理水平，银保监会 1 月 22 日发布《商业银行负债质量管理办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》），向社会公开征求意见。

《办法》共 5 章 33 条，分别为总则、负债质量管理体系、负债质量管理要素、负债质量管理监督和附则。重点内容包括：一是明确商业银行负债质量管理内涵和业务范围。二是确立负债质量管理体系。从组织架构、公司治理、内部控制、业务创新管理等 11 个方面对商业银行负债业务管理提出了明确要求。三是提出了负债质量管理的“六性”要素。从负债来源稳定性、负债结构多样性、负债与资产匹配合理性、负债获取的主动性、负债成本适当性、负债项目真实性六方面

明确了负债质量管理的核心要素。四是强化负债质量相关监督检查和监管措施。明确商业银行向监管部门报告负债质量管理情况的要求及负债质量监管评价结果运用的范围等。

## 二、《办法》出台原因

第一，未来银行的盈利能力主要决定于负债端和成本端，需要加强负债端的管控。随着 LPR 下降、净息差下行，以及银行让利实体经济，银行的盈利能力主要取决于负债成本端。负债端主要是存款的成本、结构和质量，而成本端主要是信用成本率。随着不良处置力度加快和预期信用损失模型的应用，未来银行需要计提的拨备呈现下降趋势，信用成本势必将有所回落。2020 年四季度单季部分上市银行净利润同比增长 30%-40%，就是一个例证。而该办法出台将显著的改善银行负债成本的控制能力。

第二，存款利率市场化完成需要加强负债质量的管控。存款利率市场化最后一公里势必在十四五期间完成。存款利率一旦完全市场化，存款利率将有上升的趋势，负债质量管控就变得尤为重要，这将决定银行负债成本率的变动方向。

第三，近年来以金融创新为名的互联网存款业务客观上放大了银行负债在来源稳定性、结构多样性、与资产匹配合理性等方面的风险挑战，特别是对区域性中小银行来说，面向全国吸收存款实际上打破了地域展业限定，而银行自身的风险管理能力、流动性管理能力、精细化运营能力并未得到提升，这是监管所不乐见的。

第四，“后疫情时期”内稳定市场、发展普惠金融是政策考虑的重点，要求市场利率保持在较低水平，而一些区域性中小银行的所谓存款产品创新、特别是在外部的互联网渠道推出的存款产品实际上仍是在高息揽储，抬高了资金成本，不利于市场主体获得更低廉、更可持续的资金支持。

### 三、内容解读

#### 1、创新负债业务不得变相逃避监管

《办法》指出，商业银行开展负债业务创新活动，应对坚持依法合规和审慎原则，确保创新活动与本行的负债质量管理水平相适应，不得以金融创新为名，变相逃避监管或损害消费者利益。

商业银行负债主要包括存款、同业负债、应付债券和向央行借款，以存款为主体。数据显示，2020年末，银行业金融机构总负债达到293.1万亿元，同比增长10.2%。从我国商业银行负债结构看，存款是最主要的负债来源。数据显示，截至2019年6月末，上市银行总存款占总负债比例达到76%。

相比大行和股份行，城商行、民营银行、农商行等中小银行受限于机构网点较少、获客渠道狭窄，吸储需求较为迫切。在此背景下，近两年市场推出了智能存款、按档计息互联网存款等存款创新产品或形式，增加了银行的负债业务风险。近期，监管对于各类创新性存款的监管都在一一收紧。

2019年10月18日，结构性存款监管的纲领性文件落地，银保监会发布《关

于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》，对结构性存款的销售、风险提示、信息披露等方面进行规定，同时提出限额管理的要求。2020年5月份以来，执行层面开始加强监管，在监管的不断规范下，结构性存款业务不断降温。

曾红极一时的靠档计息类智能存款也遭遇严管。2019年底，监管通过窗口指导，要求各银行立即停止办理关于定期存款提前支取靠档计息的相关业务，并逐步压缩该类业务存量。不少民营银行对此类产品先后进行限额、下调利率或者下架处理。

“靠档计息”存款产品违反了《储蓄管理条例》。根据《储蓄管理条例》第二十四条，“未到期的定期储蓄存款，全部提前支取的，按支取日挂牌公告的活期储蓄存款利率计付利息。”因此，定期存款提前支取应按活期存款利率计息，不能靠档计息。

此外，银保监会、央行1月15日联合发布的《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》，叫停了商业银行通过非自营平台开展定期存款和定活两便存款业务。

《办法》进一步明确，商业银行应当严格执行存款利率和计结息管理及规范吸收存款行为等有关规定，不得采取违规返利吸存、通过第三方中介吸存、延迟支付吸存、以贷转存吸存、提前支取靠档计息等违规手段吸收和虚增存款。商业银行通过互联网吸收存款的，应当遵守相关监管规定。

## 2、明确提出负债质量管理的“六性”要求

在商业银行传统的三性经营要求（流动性、安全性和盈利性）外，文件对商业银行负债质量管理特别提出“六性”要求，即负债来源的稳定性、负债结构的多样性、负债与资产匹配的合理性、负债获取的主动性、负债成本的适当性以及负债项目的真实性。

负债质量管理“六性”要素为商业银行负债业务指明方向，优化负债结构、规范创新产品、加强资产负债动态匹配管理、改善考评指标是商业银行的应对策略。创新负债产品也是优化负债结构的重要手段，但一定要保证创新产品的合规性，摒弃依赖价格吸收存款的粗放式创新模式，主动适应客户和市场的需要，提供有针对性、差异化的自主创新类负债产品。商业银行要加强资产负债的动态匹配管理，根据负债规模调整资产投放的进度和节奏，定期进行流动性风险压力测试，确保资产负债管理的灵活性和适应性。

### 3、负债质量将纳入绩效考评体系

为了揽储，银行基层网点花样百出，送油、送鸡蛋。甚至还有银行邀请客户来磨刀。这一切与银行内部严苛的绩效考核制度相关。

为了确保“负债质量监管”能落到实处，《办法》对商业银行相关绩效考评也做出了要求，要求商业银行应将负债质量纳入绩效考评体系，并设定科学合理的考核指标，突出合规经营和风险管理的重要性。不得设定以存款时点规模、市场份额、排名或同业比较为要求的考评指标。分支机构不得层层加码提高考评标准及相关指标要求，防范过度追求业务扩张和短期利润。《办法》指出银行应将

负债质量纳入绩效考评体系，禁止设立“冲时点、冲规模、冲排名”等考核指标，减轻基层业务人员负担，构建科学合理的负债绩效评价体系。

《办法》还指出，商业银行应当将负债质量管理纳入内部审计范畴，定期对负债质量管理的重要组成部分和管理环节进行独立的审查。

在监管落地上，《办法》明确商业银行应于每年3月底前，向银保监会或其派出机构报送上一年度的负债质量管理评估报告。银保监会及其派出机构可根据情况，对商业银行提出差异化审慎监管要求。

对负债质量管理监管评估发现有重大缺陷和问题的商业银行，根据《办法》，监管部门要求其先制定整改方案，限期整改。如果情节严重逾期未整改的，可依据相关法律法规采取进一步监管措施或实施行政处罚。

#### 四、影响

1. 借助负债质量管理确保银行负债成本降低。负债质量的核心是成本，成本有效控制后，质量就会提升。本年内 M2 增速低于 2020 年，负债竞争加剧，存款负债成本有向上的趋势，再加上同业负债成本和应付债券成本的抬升，整体负债综合成本率将有向上的趋势。而借助负债质量管理，将有效压降高息负债规模和压降负债成本，从而确保本年内负债成本的降低，对净息差构成正面贡献。

2. 规范负债市场竞争格局，避免行业恶性竞争。后三性的要求，都将有助于规范存款市场自律行为，减少负债市场的逆向选择和不正当竞争行为，避免哄抬负债成本行为，也能发挥降低负债成本的效果。

3. 负债质量提高有效管控成本后，资产端的风险偏好也将降低，降低银行隐性的资产端风险。确保净息差稳定或者回升，才能够确保银行盈利能力。负债成本管控后，银行承担的风险成本降低但是也可以获得同样的净息差，整体银行增长的质量在提升。

4. 对于不同类型银行影响不一，特别是对于中小银行影响较大。从实践来看，商业银行的负债主要包括对企业零售等客户存款、同业负债以及央行借款三大部分。

其中，客户存款是最基础的负债，也是可持续发展的根基。但相比于大型银行，中小银行由于网点布局、客户结构等不足，负债结构要么单一度偏高、要么同业负债占比较高，负债稳定性不足，而为了冲规模，部分中小银行通过高息揽储、大幅提升同业负债占比和加快线上创新存款等三个方面进行探索，但也带来了一系列新问题，存在较大风险隐患。而办法的出台，对于构建银行，特别是中小银行全面、系统的负债业务管理和风险控制体系，实现可持续发展具有重要意义。

[Top](#)

## 【央行连续四天净回笼，流动性拐点来临？】

### 目录

- 一、流动性趋紧
- 二、流动性为何趋紧？
- 三、流动性拐点到来了吗？
- 四、目前环境不适合持续性收紧
- 五、何时会实质性收紧？

### 正文

#### 一、流动性趋紧

近日，央行已连续 4 日通过公开市场操作实施净回笼：

1 月 25 日，到期 2425 亿元 TMLF（定向中期借贷便利），投放 20 亿元，净回笼 2405 亿元；考虑到 1 月已续作 5000 亿元 MLF（中期借贷便利），且 1 月到期 3000 亿元 MLF，当日实际回笼资金 405 亿元；

1 月 26 日，到期 800 亿元央行逆回购，投放 20 亿元，净回笼 780 亿元；

1 月 27 日，到期 2800 亿元央行逆回购，投放 1800 亿元，净回笼 1000 亿元。

1 月 28 日，到期 2500 亿元央行逆回购，投放 1000 亿元，净回笼 1500 亿元。

四天央行累计净回笼 3685 亿元。

1 月 28 日交易所债券回购利率全线大幅攀升，GC001 收盘报 7.145%，盘中最高触及 9.99%，创下 2019 年 9 月以来的新高。

上海银行间同业拆借利率亦全线飙升，引发市场关注。1 月 28 日，隔夜 Shibor 利率单日上涨 5.4 个基点，报 3.0240%。从 1 月初的 0.8990%到现在，Shibor 隔夜品种今年以来保持上行趋势。

## 二、流动性为何趋紧？

在业内人士看来，最近一轮资金面宽松始于 2020 年 11 月末，受地方性国企信用债违约事件影响，债市大幅震荡，信用分层加剧，部分民营企业债券发行搁浅，市场风险偏好下降。

因此，央行于 11 月 30 日临时性开展 2000 亿 MLF，旨在通过稳流动性达到稳预期效果，并在 12 月超量续做 9500 亿 MLF、重启 14 天 OMO（公开市场操作）以呵护跨年资金面。

但在跨年后，央行就在公开市场上通过“微幅滴灌”策略，逐步回笼基础货币。

如今，央行对逆回购的缩量续做，再加上日前央行货币政策委员会委员马骏提出的“股市、部分区域房地产市场的泡沫已经显现。货币政策应适度转向”的表态，引发了市场对于货币政策转向的担忧。

总的来看，此次央行资金净回笼的原因可能在于多个方面。

首先，2020年12月至2021年1月初，市场流动性的确偏向宽松，市场对这种宽松形成了一致性预期，并且普遍认为宽松会持续，因为要考虑春节流动性的稳定等。而在宽松预期背景下，整个市场出现单边向上走，甚至出现一定程度的泡沫过热，比如近期公募基金发行火爆。

另外一个方面来源于房地产市场的明显上涨。元旦以来，由于此前宽松的信贷政策，房地产市场出现火爆行情，部分城市的房地产价格出现了较大幅度上涨。出于对“房住不炒”政策的执行，部分城市已经出台了一些限购限贷措施；与此同时，央行也收紧了银行间流动性以配合信贷投放的收紧。

目前来看，如果不及时改变市场预期，整个资产市场可能就会出现泡沫，因此央行会认为需要调整一下预期。

通过此举，央行已明确释放了对流动性调控的目标，即维持整体流动性不松不紧，引导信贷资金合理配置，防止“跑冒滴漏”进一步催高资产价格，也在警示市场勿与央行进行过度博弈，合理控制杠杆率。

### 三、流动性拐点到来了吗？

最近这几天央行的动作和表态，是不是意味着流动性实质性收紧的拐点已经到来？

宏观流动性是一个动态的概念，分析流动性的松紧绝不是看账户上的余额这么简单，必须结合动态的经济活动去分析。例如，有的时候央行逆回购和MLF放得多，不代表央行就在宽松，因为可能正好这段时间货币需求大，比如过年过

节的时候大家现金用得更多，央行就稍微多放点钱，这只是对冲，而不是宽松。反之也一样，不能只以绝对的数量去分析流动性的松紧。

一个更好的方式是看流动性的价格，也就是利率。因为利率更准确，量多量少不重要，价格没涨，就说明不紧，价格没降，就说明不松。比如上个月的 9500 亿的 MLF，虽然量很大，但是 MLF 的价格也就是中标利率还是 2.95%，已经连续九个月没有调整，这就说明利率的方向没有变，流动性边际收紧的方向也没有变，跨年效应过去之后一定会回归。

那么如何观察利率和货币方向呢？关于央行的货币政策取向，核心可以观察三个基准利率，包括短期的逆回购利率，中期的 MLF 利率和长期的 LPR 利率，LPR 是 2019 年推出的，之前主要看存贷款基准利率。

这三个利率作为基准轻易不动，一旦动了就是大事。比如 2014 到 2015 年逆回购利率下调了 185 个 BP，MLF 利率下调了 65 个 BP，当时没有 LPR，用的是存贷款基准利率，一年期存款基准利率下调了 125 个 BP，这些动作对应的就是 2014-2015 年那一次最大的宽松周期，也是 2014-2017 年三年多牛市的主要推手。又比如 2017 年到 2018 年初，基准利率又连续上调，对应的就是利率收紧的周期，也是 2018 年熊市的主要推手。

那么从这三个核心利率来看，我们目前处于什么位置？短期的 7 天逆回购中标利率自 2020 年 3 月之后已经连续 10 个月未动，一直维持在 2.2%；中期的 MLF 中标利率自 2020 年 4 月之后已经连续 9 个月未动，一直维持在 2.95%；长期的 LPR 利率自 2020 年 4 月之后已经连续 9 个月未动，一直维持在 3.85%。很明显，我们正在从松到紧的半路上，目前处于不松不紧的状态。

#### 四、目前环境不适合持续性收紧

一方面，疫情反复下，出口链条、服务业仍需“呵护”，货币政策不宜急转。出口需警惕海外产能恢复带来的冲击；经济基础复苏不牢固，中小企业服务业大病初愈，仍需持续的政策支持来恢复元气。

第一，出口链条高景气可持续的重要变量是美欧消费需求强，产能修复弱的背景下，供需差将拉动库存周期启动。若随着疫苗落地，疫情得到控制，海外产能得到恢复，出口链条或将回落。因此，面对出口链条潜在的回落风险，政策大概率会进一步呵护。

第二，经济基础复苏不牢固，许多中小企业经历疫情冲击，如同大病初愈，这同样也需要持续的政策支持来恢复元气。服务消费的修复是疫情冲击后恢复常态化的最后一环，而修复动力在 2020 年三季度末刚刚步入加速期。

第三，前期支持中小企业的 1.8 万亿定向宽松措施到期，不增反缩，货币环境自然趋紧。在 2020 年，面对疫情，央行开展的应急性货币政策主要是再贷款再贴现，和普惠小微企业贷款延期还本付息、信用贷款支持计划这类创新型货币政策工具。

2021 年，1.8 万亿元再贷款再贴现陆续到期，货币政策将紧紧跟随疫情发展态势，有必要延续这些定向工具，保持稳健。其中 3000 亿元专项再贷款最先到期（1 月 31 日），其次为 5000 亿元（2 月 26 日）和 1 万亿（4 月 17 日）。此外，支持工具和信用贷款支持计划已明确延续至 3 月末，预计由于这一部分前期宽松

政策陆续到期。

若疫情得以控制，这一类应急性质的货币政策工具将到期不续；但鉴于当前疫情多点爆发，风险犹存，这一类应急工具极有可能相应延期，从而一季度货币收紧的可能很小。但相比于 2020 年一季度疫情的严峻形势，这些宽松措施在 2021 年一季度自然有所缩量，货币环境由此相对趋紧。

另一方面，当前显著收紧的流动性会带来负面影响或者风险。首先，永煤事件之后信用市场融资尚未完全恢复，1 月融资规模虽然有所恢复，但依然低于永煤事件之前水平。同时，今年 1 季度是信用债到期高峰期，信用债合计到期规模为 2.3 万亿，较去年同期多出 9482 亿元。央行收紧流动性将导致再融资压力上升，而华夏幸福等信用风险事件依然频发，流动性收缩可能加大风险事件爆发概率，影响到金融稳定，甚至出现处置风险的风险。

同时，过紧的流动性将加剧实体信用收缩速度。从去年 11 月开始，社融增速从 13.6% 的高点见顶回落。随着政府债券供给下降，企业债券融资收缩，以及房地产综合融资管控、信贷额度并不充裕环境下票据融资收缩，社融将持续下滑。预计年中可能下降至 11% 以下，年末可能下降至 10% 左右。而央行在此环境下收紧流动性将加速信用加速收缩，社融增速将加速下滑。而这将进一步加剧实体经济融资困难，并增加后续经济波动，这也不是政策所愿意看到的。

因此，当前环境并不支持央行持续收紧流动性。央行近日操作更多在于用偏紧的流动性阶段性敲打资本市场，避免出现过快上涨为未来积累风险，而非流动性趋势性的变化。

## 五、何时会实质性收紧？

央行从去年年末推出宽松政策，到今年四月初开始正常化，完全受疫情的影响，受到通胀和经济增长的影响很小。去年疫情控制后，中国经济季度增速实现了-6.8%、3.2%、4.9%、6.5%的逆势上扬，经济一直在稳健复苏；2020 年全年居民消费价格（CPI）上涨 2.5%，低于上年 2.9%的涨幅，也低于 3.5%左右的全年预期目标。由于受猪肉价格影响，物价是前高后低，2 月份达到最高点 5.4%，11 月甚至为-0.5%，可谓坐了一回过山车，但是央行货币政策自从 4 月份退出宽松后，基本维持一个适度的水平，没有大的动作。

什么时候会实质收紧？在疫情尚未结束、经济不确定性仍较高的情形下，这个要看经济复苏和通胀上行的强度，大概率会出现在二季度。我们可以做一个历史对比，从 2015 年 12 月暂停降息，到 2017 年 1 月实质加息，不松不紧的状态大概维持了 14 个月，而目前这轮不松不紧的状态已经持续了 10 个月，按照历史经验推算的话也差不多在二季度。其实这个阶段背后的逻辑就是货币放水逐渐起作用，经济逐渐复苏直至有点过热的过程。现在还没有实质收紧就是因为经济还没到过热，也就是说通胀还不高，毕竟 PPI 都还没转正。

[Top](#)

## 重要声明:

本报告的信息均来源于公开资料，其来源及观点出处皆被我公司认为可靠，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，客户和决策者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为兰瑞智库，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**我们的一切努力都是为我们的客户——  
提升竞争优势，共同创造持续长远的收益**

主办：兰瑞智库经济战略研究中心  
网址：<http://www.runwaysys.com/>  
e-mail: [runwaysys@188.com](mailto:runwaysys@188.com)  
全国客服热线：4001182162