

2021年全国两会专题报道

## 新蓝图 新征程 新奋斗

政协委员专家10人谈

# “灵活精准合理适度”货币政策下 资本市场如何演进

2021年货币政策已有了明确定调，且正在向资本市场传导。

3月5日，国务院总理李克强在作政府工作报告时指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，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，创新结构性政策工具，引导金融机构加大对重点领域和薄弱环节支持力度，规范发展消费金融。”

而上述定调也与去年中央经济工作会议及央行2020年第四季度中国货币政策执行报告中对货币政策的提法基本保持一致。总体来看，货币政策依旧“稳”字当头，并“保持流动性合理充裕”。多位接受《证券日报》记者采访的首席经济学家认为，今年的货币政策将进一步平衡好稳增长、防风险与控通胀等目标。

全国政协委员、申万宏源证券研究所首席经济学家杨成长对《证券日报》记者表示，“既要保持宏观政策的延续性、稳定性，不能急转弯，同时也要使得宏观政策逐步常态化。今年的政策强调了平稳过渡，又强调了在最大可能情况下，恢复到一个正常状态，我认为两方面都考虑得非常周到。”

值得关注的是，今年的政府工作报告明确提出“保持流动性合理充裕”。而流动性与资本市场有着微妙的共振关系。全国政协委员、中央财经大学证券期货研究所所长贺强在接受《证券日报》记者采访时表示，目前注册制的施行，对拟上市公司的包容性增加，股票的供给会明显增加，所以客观上需要资金相应的增加。

在今年稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，流动性保持合理充裕的定调下，多位首席经济学家对《证券日报》记者表示，这将助力资本市场发展，推动股市、债市进一步高质量发展。

### 货币政策定调 “保持流动性合理充裕”

相较于2020年政府工作报告中提出的“稳健的货币政策更加灵活适度”，今年的货币政策基调依然“稳”字当头。例如，对应去年“更加灵活适度”的表述，今年提出“灵活精准、合理适度”。与此同时，今年政府工作报告在货币供应量上则明确提出，“和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定”。

同时，今年的政府工作报告还将货币政策支持实体经济和小微企业放在了更突出的位置。这与去年政府工作报告中“六稳”“六保”所强调的对于就业和市场主体的重点支持一脉相承。

今年的政府工作报告提出，进一步解决小微企业融资难题。延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策，加大再贷款再贴现支持普惠金融力度。延长小微企业融资担保降费奖补政策，完善贷款风险分担补偿机制。加快信用信



曾梦/制

息共享步伐。完善金融机构考核、评价和尽职免责制度。引导银行扩大信用贷款、持续增加首贷户，推广随借随还贷款，使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向小微企业、个体工商户、新型农业经营主体，对受疫情持续影响行业企业给予定向支持。大型商业银行普惠小微企业贷款增长30%以上。创新供应链金融服务模式。适当降低小微企业支付手续费。优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利。今年务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。

“与去年的政府工作报告相比，今年货币政策有三个明显变化。”民生证券宏观首席分析师解运亮对《证券日报》记者表示，一是，货币供应量对标标准不同。2020年提出“广义货币供应量和社融规模增速明显高于2019年”，今年则要求“货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配”；二是，更加注重防范风险，今年强调“处理好恢复经济与防范风险的关系”，这是去年所没有的；三是，要求货币政策更加精准，例如，要求对小微企业、个体工商户等给予定向支持。

中国民生银行首席研究员温彬在接受《证券日报》记者采访时表示，今年的政府工作报告延续了去年年末中央经济工作会议关于货币政策要“灵活精准、合理适度”的提法。预计货币政策将更加灵活地平衡稳增长、稳杠杆、防通胀、控风险等目标，央行降息、降准的概率不大，将继续主要通过“逆回购+MLF（中期借贷便利）”的组合来保持流动性合理充裕，M2和社会融资规模增速将逐渐回落，与名义经济增速基本匹配。

在光大证券金融业务首席分析师王一峰看来，与往年相比，今年的政府工作报告进一步强化了定向支持力度。这也为银行今年信贷布局

的重点支持领域指明了方向：一是，科技创新将成为信贷资金重点布局领域；二是，绿色金融发展有望进入快车道；三是，大型银行依然扮演普惠小微企业贷款投放的“头雁效应”，预计2021年新增普惠小微企业贷款1.45万亿元。

“今年政府工作报告对于货币政策的表述，基本延续了2020年中央经济工作会议和央行2020年第四季度中国货币政策执行报告的表述，即‘保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度’，并强调‘处理好恢复经济与防范风险的关系’，全国两会前后货币政策基调保持了较强的延续性。”王一峰对《证券日报》记者表示，综合历史上全国两会前后资金利率走势，以及影响3月份超储的五因素来看，3月份市场流动性环境较好，预计超储率会小幅回升至1.2%-1.4%左右的水平，DR007将继续围绕7天OMO（公开市场操作）利率震荡运行。

### 流动性充裕 稳定A股市场投资预期

A股市场对流动性极为敏感，市场流动性是否充裕，对于股指走势至关重要。

例如，今年1月29日盘中，一则关于常备借贷便利(SLF)利率上调的谣言在上传播，A股三大指数快速走低。在央行紧急报案并进行公开辟谣后，三大指数尾盘集体拉升。

“流动性的情况关系到A股市场资金面的情况，而股票价格短期内受资金面的影响还是比较大的。因此，在其他因素基本一致情况下，流动性充裕，有利于股市上涨。反过来讲，如果流动性偏紧、资金面紧张，股市可能会下跌。”前海开源基金首席经济学家杨德龙在接受《证券日报》记者采访时表示，A股的表现与流动性关系密切。

杨德龙举例称，去年因为防控疫情、促进经济恢复，央行实施了相对宽松的货币政策，流动性比较合理宽松，市场利率也较低。今年春节假期后，央行通过公开市场操作回笼了几十亿元的资金，同时短期利率也出现上行——这曾经让投资者担心货币政策是否会转向。

本报记者注意到，彼时央行官微就此转发文章称，不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。

川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳对《证券日报》记者表示，流动性指的是货币投放量的多少，映射到股市层面，市场流动性表明可以随时间入场买股票的资金。流动性的宽松或趋紧实际上就是股市资金面的宽松或趋紧，股价对股市资金敏感，股市资金充裕股价就易涨难跌，反之资金少了，股价就易跌难涨。“货币流动性是判断国家政策导向的指南针，对股市的涨跌起着催化作用。”

从以上分析人士的观点不难看出，流动性的充裕与否以及其对于市场情绪的影响，在短期内都可能使股市有所波动。

另一方面，今年的政府工作报告中重点强调了“把服务实体经济放到更加突出的位置”。一直以来，央行致力于支持实体经济的发展。仅就2020年而言，央行副行长陈雨露在今年1月份国新办举行的新闻发布会上介绍，去年央行通过三次降低存款准备金率，为实体经济提供了1.75万亿元长期流动性；累计推出9万亿美元的货币政策支持措施，确保了“货币总量适度、流动性合理充裕”的政策目标；同时，持续深化金

融供给结构性改革，实体经济融资成本明显下降。2020年末，全国企业贷款加权平均利率为4.61%，比2019年年末下降了0.51个百分点，创2015年有统计以来的最低水平。

以上种种举措，有力支持了实体经济发展。因此，从中长期来看，实现高质量发展的实体经济成为A股市场优质的“后备军”。

在“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”“保持流动性合理充裕”的定调下，今年的A股市场将走向何方？

对此，中信证券研究所副所长、首席FICC分析师明明在接受《证券日报》记者采访时表示，如果将流动性变动趋势落地到股票市场层面，股市全年可能是节奏性慢涨格局，需降低全年收益预期，关注结构上高性价比的板块。

明明进一步阐释，流动性变动趋势和全球主要国家利率的抬升可能对高估值板块较为不利，需以盈利修复对冲估值压力，风格方面市场预计也会从追求确定性溢价向追求盈利弹性转移，即从大市值蓝筹向中小市值扩散，板块方面短期建议关注受益于商品价格上涨的顺周期板块，“十四五”政策题材下的新能源、军工和半导体，以及疫情约束减退导致的旅游、酒店、航空和机场等基本面的改善。从中长期视角来看，保持流动性合理充裕可以稳定经济波动和市场预期，促进资本市场的长期健康发展，而金融供给侧改革和中国经济在全球占比的进一步提高，也有望推动A股在未来十年进入长期牛市。

“预计A股将会维持一段时间震荡向上的态势。随着资本市场改革深化，A股正在逐步过渡到全面注册制，上市公司数量快速增加，并且越来越多投资者通过直接或间接投资的方式参与A股市场建设，A股将会增强对于长期资金入市吸引力。”陈雳认为，流动性的合理充裕助力资本市场发展，投资者形成合理有效预期，是A股发展壮大的有力支撑。

随着我国金融市场对外开放程度不断加深，投资便利性增强，规模放开，外资也加速配置我国股市、债市。值得一提的是，我国是2020年全球唯一实现经济正增长的主要经济体，在境外市场低利率环境下，我国金融资产对外资的吸引力也进一步增强。

据央行公布的数据显示，截至2020年12月末，境外机构和人民币合格境外机构投资者持有我国境内股票34065.56亿元，而在2020年1月末则是21086.95亿元。另据中央国债登记结算有限责任公司今年3月3日公布的数据显示，截至2021年2月末，境外机构托管债券余额达31524.69亿元，环比增加956.94亿元，环比增幅为3.13%。境外机构已连续27个月增持境内国债。

高水平的金融业对外开放还持续深化，从央行举措层面来看，未来我国股市、债市进一步吸引外资的发力还有哪些？

“在政策层面，我国吸引外资的发力点主要在制度的完善和渠道的畅通。”李湛认为，制度方面，继续推动注册制改革、统一信用评级标准和发行上市规则，提高资本市场的运行效率。渠道方面，不断畅通外资进入我国资本市场的渠道，继续推进资本市场高水平双向开放，持续深化资本市场互联互通。

在章俊看来，未来央行可以在稳定人民币汇率预期、保证我国外汇储备处在较为稳定的状态的同时，不断增强我国金融体系的韧性，强化资本市场双向开放程度，吸引外资进一步流入中国。一方面，增强人民币作为国际储备货币的职能。未来不仅可以通过增加双边本币互换协议的签署，积极推动货币互换；也可以在区域一体化的进程中，借助“一带一路”协议和《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)，不断深化与成员国之间的联动，增加成员国间人民币作为储备货币的比重。另一方面，不断提升人民币在国际支付中的地位。通过增加人民币跨境贸易结算业务、简化外商投资负面清单、放宽金融市场准入条件等，使交易主体更加多样化，扩大人民币作为结算计价货币的应用范围。

“还要推进汇率市场化，增强人民币汇率弹性。”章俊认为，未来可以在稳定人民币汇率预期的同时，不断提升人民币在国际支付中的地位。通过增加人民币跨境贸易结算业务、简化外商投资负面清单、放宽金融市场准入条件等，使交易主体更加多样化，扩大人民币作为结算计价货币的应用范围。

“还要推进汇率市场化，增强人民币汇率弹性。”章俊认为，未来可以在稳定人民币汇率预期的同时，不断提升人民币在国际支付中的地位。通过增加人民币跨境贸易结算业务、简化外商投资负面清单、放宽金融市场准入条件等，使交易主体更加多样化，扩大人民币作为结算计价货币的应用范围。

（本文由本报两会报道组刘琪撰写，张歆、吴晓璐对本文亦有贡献）

### 马上就评

## 货币政策“稳”字当头 与资本市场发展动态匹配

▲张歆

“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系”——在李克强总理所作政府工作报告中，货币政策的相关表述给资本市场吃下了“定心丸”。

笔者注意到，政府工作报告对于货币政策的工作部署，置于“保持宏观政策连续性稳定性可持续性，促进经济运行在合理区间”部分之中，结合具体政策内容可以看出，今年货币政策工作安排延续了年初央行“稳”字当头的表述。今年1月份，央行行长易纲表示，2021年货币政策要“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。

面对世界经济环境的复杂多变，我国货币政策的表态彰显了战略定力，也有助于实现与经济发展、乃至资本市场发展动态匹配。

2020年以来，海外主要经济体为了提振经济，选择向市场“大放水”，部分经济体甚至使出负利率的“洪荒之力”，但利率过低可能导

致资金大量流向低效率企业，并不真正有利于企业整体的高质量发展；此外，资金更多流入资产市场，加大金融市场价格波动，甚至是资产价格泡沫风险。

而我国货币政策始终强调“保持流动性合理充裕”“把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系”。今年以来，央行政策信号稳定明确，公开市场操作稳健且导向性更加清晰，保持了利率水平、流动性水平与我国经济发展的“动平衡”。

资本市场作为中国经济的晴雨表，自然也能从中受益，并与货币政策直接或间接的实现动态匹配。一方面，稳健的货币政策为资本市场的改革与发展提供了良好的环境与空间，不仅保证了包括资本市场在内整个金融市场的流动性的合理充裕，也通过防风险等安排共同呵护资本市场健康发展；另一方面，能够有效避免资金“脱实向虚”，保障经济高质量发展运行，夯实企业发展根基，从而有利于提升作为资本市场主体的上市公司、拟上市企业的发展质量。