

2020 年 12 月 01 日

宏观研究

研究所

证券分析师:

021-61981316

樊磊 S0350517120001

fanl@ghzq.com.cn

货币政策继续保持稳定

——《三季度货币政策执行报告》及 MLF 续作点评

相关报告

《11 月 PMI 数据点评: 制造业延续复苏势头》

——2020-11-30

《10 月财政数据点评: 财政支出大幅提升追赶预算进度》——2020-11-20

《10 月经济数据点评: 经济加速复苏》——2020-11-17

《10 月贸易数据点评: 出口继续维持强势》——2020-11-08

《10 月 PMI 数据点评: 经济继续改善》——2020-10-31

事件:

11 月 27 日, 人民银行发布了《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》(简称《报告》)。与今年 2 季度相比,《报告》显示央行认为经济增长好于预期, 物价方面压力不大。在货币政策展望方面, 央行重提“货币供应总闸门”并暗示未来社融增速会出现下行。然而, 我们认为考虑到五月份以来的紧缩和明年较高的基数效应, 货币政策可以在当前位置保持稳定的同时实现 2021 年宏观杠杆率的基本稳定。如果经济没有持续超预期, 货币政策进一步紧缩的空间不大。11 月 30 日, 央行宣布开展 2000 亿元 1 年期 MLF 操作和 1500 亿元 7 天逆回购操作, 可能与永煤事件造成的信用收缩有关, 也反映出央行对于短期货币市场流动性的呵护和短期无意进行紧缩的政策立场。

投资要点:

■ 贷款加权平均利率维持在较低水平, 企业贷款利率继续下行。

《报告》披露 9 月贷款加权平均利率 5.12%, 较 6 月回升 6bp。自 2019 年 3 月以来首次出现回升, 反映出货币市场已经略有收紧。其中, 一般贷款加权平均利率为 5.31%, 比 6 月上升 0.05 个百分点(包括企业贷款加权平均利率下降了 0.01 个百分点到 4.63%); 票据融资加权平均利率为 3.23%, 比 6 月上升 0.38 个百分点; 个人住房贷款加权平均利率为 5.36%, 比 6 月下降 0.06 个百分点。房贷利率保持在低位为十月房地产销售面积的增长提供了基础。考虑到“双轨制”体系中信贷市场利率的滞后反应, 我们预计到四季度信贷市场的利率才有可能回升。

■ 央行对国内经济判断持续乐观, 物价涨幅总体延续下行走势, 但世界经济衰退让国内经济面临不少挑战。

对于我国经济发展情况,《报告》延续了二季度以来的乐观判断, 认为“经济增长好于预期, 供需关系逐步改善, 市场活力动力增强”。央行延续了对通胀并不担心的立场, 认为我国经济运行总体平稳, 货币政策保持稳健, 货币条件合理适度, 不存在长期通胀或通缩的基础。

央行认为风险主要来自于海外, 全球疫情持续时间可能超预期, 财

政可持续性风险增加，金融风险的隐患上升等因素都导致当前全球产业链供应链受非经济因素严重冲击以及经济复苏进程的不稳定性不确定性影响较大。而我国防范疫情输入和国际经济金融风险的压力仍然较大。

- **重提“货币供应总闸门”，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不让市场的钱溢出来。**

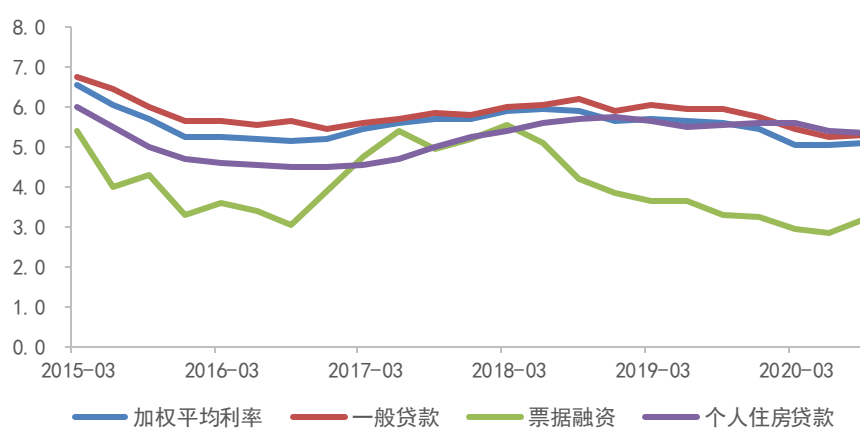
与二季度《报告》相比央行删去了“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”的表述，而重新提出“把好货币供应总闸门，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”。这与此前 10 月 21 日人民银行行长易纲在 2020 金融街论坛上的演讲也提到过的“保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”，“货币政策需把好货币供应总闸门”的说法一致。考虑到 2020 年中国宏观杠杆率显著上升，这意味着未来社融增速接下来会逐渐回落。然而，我们预计 5 月以来货币政策的紧缩已经使得社融增速有望在高基数的情形下在 2021 年回落到 11.5% 左右，与名义 GDP 增速大体匹配。除非经济持续超预期，货币政策进一步紧缩的压力不大（《2021 年宏观经济展望》11 月 25 日）。

- **11 月 30 日央行宣布开展 MLF 操作和逆回购，与《报告》中强调银行体系流动性合理充裕相呼应。**

央行意外在月末开展 MLF 和逆回购操作（常规的 MLF 操作一般在月中），我们认为主要是为了应对受到永煤事件影响——当前信用债一二级市场近期都受到了冲击，金融机构预防性资金需求上升，同时叠加跨月因素导致货币市场流动性偏紧。从央行提供流动性的支持也反映出央行并不希望看到货币政策进一步紧缩，与《报告》中继续提出“满足金融机构合理的流动性需求，始终将银行体系流动性总量保持在合理充裕水平”的目标相符。

风险提示：经济、政策不及预期，国内外疫情、中美关系恶化

图表 1: 加权平均利率及其组成走势 %



资料来源: Wind, 国海证券研究所

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建

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_1138

