

宏观研究/动态点评

2020年11月27日

易恒 SAC No. S0570520100005
研究员 SFC No. AMH263
evayi@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：出口内需双驱动；10月工业企业盈利增长大幅加速》2020.11
- 2《宏观：周期回升继续推升财政收入》2020.11
- 3《宏观：简评 RCEP 签署的宏观意义》2020.11

金融继续支持实体、防范风险、推进国际化

2020年第3季度《中国货币政策执行报告》解读

与2季度相比，今年3季度金融条件“量增价稳”表明，随着国内经济持续复苏，货币政策逐渐回归中性，但非快速收紧。具体看：

1) 加权平均贷款利率 (WALR) 季环比微升 6 个基点，主要由票据融资利率上行驱动，而3季度房贷利率微降。报告显示，今年3季度 WALR 环比2季度微升至 5.12%。分项看，票据融资利率季环比上升 38 个基点至 3.23%，一般贷款利率微升 5 个基点至 5.31%。另一方面，今年3季度房贷利率微降 6 个基点至 5.36% (图表 2)。

2) 今年3季度广义货币信贷“量”的指标增速总体呈上升趋势，其中 M1 加速最明显，显示企业部门现金流改善。今年3季度末，M1 同比增速从2季度末的 6.5% 加快至 8.1%，社融同比增速从 12.8% 上升至 13.5%，而 M2 同比增速从 11.1% 小幅放缓至 10.9% (图表 3)。

3) 流动性条件大体平稳。今年3季度，超储率季环比持平于 1.6%，部分反映市场预期稳定下对流动性的预防性需求下降 (图表 4)。

对海内外经济情势判断显示，货币政策退出仍属温和——全球层面，央行认为虽然全球经济复苏，但仍面临疫情反弹的不确定性。国内方面，央行认为增长好于预期，但提示外需相关风险，并判断整体通胀水平温和 (请见图表 1 中与2季度相比，今年3季度货币政策执行报告的措辞变化)。具体看，央行观察到全球经济从疫情冲击中持续恢复，增长预期边际改善。然而，央行认为海外“第二波”疫情可能会影响全球经济复苏，并关注海外疫情期间推出的大规模财政和货币宽松政策带来的经济金融风险。另一方面，央行认为国内抗疫措施和宏观政策有力支持经济复苏，全年大概率实现正增长。此外，央行认为，短期内 CPI 或将保持低位，PPI 降幅有望收窄。

短期内，央行或将保持流动性大体稳定，政策温和退出而非大幅紧缩。央行在专栏 1 中强调，货币政策松紧的衡量指标主要是货币信贷“量”的变化，而非央行资产负债表规模的变动；通过适度的总量政策与结构性货币政策工具相结合，今年以来货币政策为实体经济复苏提供了强有力支持。央行提及，今年前 10 个月金融部门已向实体经济让利约 1.25 万亿元、即全年 1.5 万亿元目标的大部分。随着国内经济持续复苏，央行在此次报告中重提“把好货币供应总闸门”，并将广义货币供应量和社融增速的调控目标从2季度报告中的“合理增长”调整为与反映潜在产出的名义 GDP 增速“基本匹配”，显示货币政策或将逐步温和退出。

中长期看，央行可能继续稳妥推进金融防风险。同时，央行将积极推动包括债券市场在内的人民币国际化。在短期逆周期调控之外，我们认为，3季度报告还传递出以下政策重点：

1) 在保持流动性大体稳定下防范化解重大风险。随着经济增速逐步向潜在水平回归，央行重提“保持宏观杠杆率基本稳定”。针对近期信用债违约风波，央行提出要“完善债券违约风险防范和处置机制”，和国际接轨。另一方面，央行强调稳妥化解各项风险，因此流动性条件有望保持大体稳定。

2) 进一步加速推进 (包括债券市场在内的) 人民币国际化。央行在专栏中表示，将继续增强人民币汇率弹性及汇率形成机制的市场化程度。同时，近期资本项目已经重回有序开放轨道。随着人民币基本面走强，我们预计央行将进一步加大资本项目双向开放力度，推进人民币在全球的使用和作为储备货币的比例 (请参见 11 月 23 日发布的研报《人民币升值周期背后的效率逻辑》)。

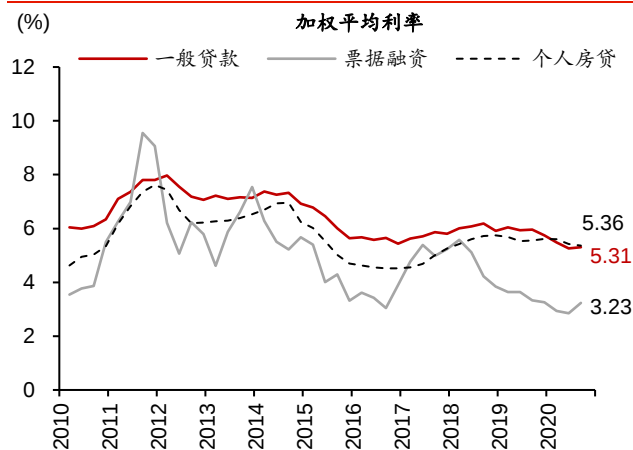
风险提示：通胀超预期上行，信用债违约风波引发市场流动性收紧。

图表1：与 2 季度报告相比，今年 3 季度央行关于国内外经济形势的判断以及政策展望的变化

展望	2020年2季度	2020年3季度	评论
	上半年，新冠肺炎疫情对全球经济增长的冲击显现，近期随着复工复产推进，部分经济体经济指标逐步改善。 然而，国际疫情仍处于较长的高峰平台期，疫情防控和复工复产需要更好的平衡。同时，受疫情影响，企业面临偿付能力不足的问题，全球杠杆率进一步上升，金融市场存在风险隐患。此外，地缘政治紧张局势抬头、部分国家间经贸摩擦日益深化，不确定性不确定性较大。	全球经济总体延续复苏态势，部分经济体经济指标继续边际改善。然而，第三季度以来主要经济体经济复苏力度较弱，部分国家疫情出现反弹，公共部门和实体部门债务攀升，财政可持续性面临严峻挑战，资本市场估值缺乏经济基本面支撑，极度宽松货币政策存在溢出效应。同时，保护主义、单边主义上升，地缘政治紧张局势抬头，部分国家间经贸摩擦日益深化，全球产业链供应链受非经济因素严重冲击，经济复苏进程的不稳定性不确定性较大。	关注疫情反弹对全球经济复苏带来的不确定性
经济运行	我国经济韧性强劲，经济稳步恢复，复工复产逐月好转，第二季度经济增长明显好于预期。消费逐步改善，投资降幅明显收窄，进出口好于预期，就业形势总体稳定。居民消费价格涨幅回落，生产价格季度降幅扩大，全国房价总体稳定。 然而，我国防范疫情输入和世界金融风险的压力仍然较大，疫情对国内经济运行的冲击仍在，餐饮旅游、文化娱乐等服务业恢复相对缓慢。上半年为对冲疫情影响，逆周期调节力度有所加大宏观杠杆率出现阶段性上升。	我国经济增长好于预期，供需关系逐步改善。消费逐步改善，投资、进出口增速由负转正，就业形势总体稳定。居民消费价格涨幅小幅回落，生产价格降幅收窄，全国房价总体稳定。 然而，我国防范疫情输入和国际经济金融风险的压力仍然较大。此外，疫情冲击带来的金融风险存在一定时滞，未来不良贷款有上升压力。	提示外需的不确定性以及疫情带来的金融风险
价格形势	物价涨幅总体下行，不存在长期通胀或通缩的基础。2月以来物价涨幅稳步回落至3%以下，初步估计全年CPI涨幅均值将处于合理区间。第二季度以来，多种大宗商品价格出现不同程度回升，PPI环比涨幅转正、同比降幅收窄，也反映出需求回暖。 近期部分省份汛情可能给农产品生产运输造成一些影响，发达经济体货币供应量快速攀升未来可能推高大宗商品价格，加之全球疫情演进及防控措施对供应链、产业链的冲击还有不确定性，仍需对各种因素可能导致的短期物价扰动保持密切关注。	物价涨幅总体延续下行走势，不存在长期通胀或通缩的基础。 2020年7、8月，受部分省份汛情影响，肉类价格一度有所回升，各部门多举措保供稳价，货币政策坚持稳健，近期已趋于回落。9月CPI涨幅已回落至2%以下，初步估计全年CPI涨幅均值将处于合理区间。工业生产持续复苏向好，内外需逐步回暖，PPI在第三季度各月均实现环比正增长，同比降幅总体呈收窄态势。未来全球疫情演进及防控措施对供给端的冲击还有不确定性，基数效应、春节错位等因素可能对CPI形成一定扰动，仍需对短期物价走势保持密切关注。	提示基数效应和春节错位对CPI的短期扰动
货币政策	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向保持货币供应量和社融规模合理增长。完善跨周期设计和调节，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，实现稳增长和防风险长期均衡。综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关、平稳发展。多渠道做好预期引导工作，保持物价水平基本稳定。推动贷款市场报价利率改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，推动综合融资成本明显下降，为经济发展和稳企业保就业提供有利条件。	稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，更好适应经济高质量发展需要，更加注重金融服务实体经济的质量和效益。完善货币供应调控机制，把好货币供应总闸门，根据宏观形势和市场需要科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融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。健全市场化利率形成和传导机制，深化贷款市场报价利率改革，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动社会融资成本明显下降，发挥市场在人民币汇率形成中的决定性作用。增强结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策直达性。重视预期管理，保持物价水平稳定。	货币政策逐渐退出宽松
汇率政策	人民币汇率总体稳定，汇率预期总体平稳。深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，保持人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用。稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	人民币汇率弹性增强，市场预期保持平稳。稳步深化人民币汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，保持人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用。稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	强调人民币汇率形成机制更加市场化

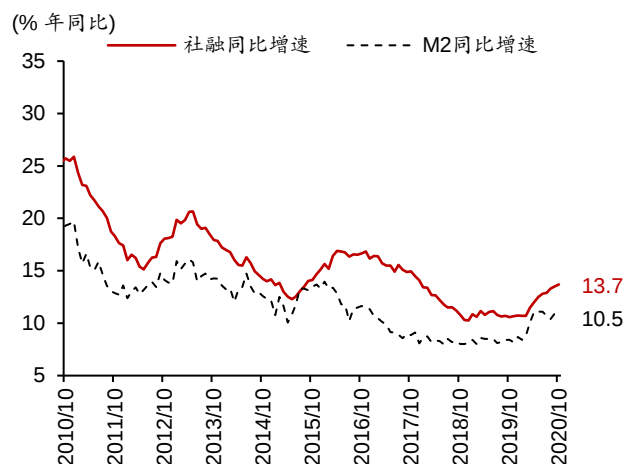
资料来源：人民银行，华泰证券研究所

图表2：今年3季度，短期利率上升，而长期利率保持大体稳定



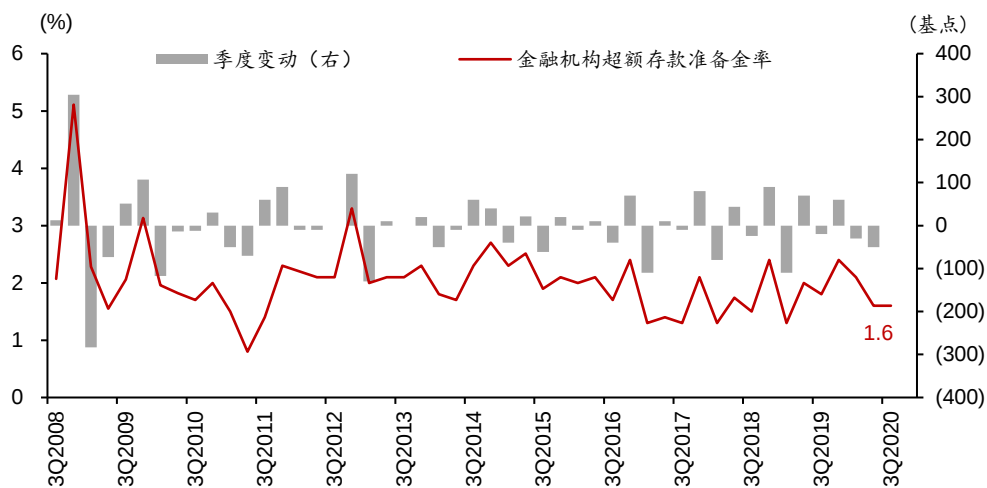
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表3：今年3季度，广义货币信贷“量”的指标增速总体呈上升趋势



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表4：今年3季度超额率季环比持平



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

免责声明

分析师声明

本人，易岢，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并未就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师易恒本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

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_1223

