

证券研究报告 / 宏观数据

稳杠杆预期明确，货币政策进一步回归正常化

——2020 年三季度货币政策执行报告点评

报告摘要：

三季度货币政策执行报告中增加了“保持宏观杠杆率基本稳定，把好货币供应总闸门”的表述，但此前易纲行长已有相关表态，本次报告的说法相当于进一步明确稳杠杆的预期。与我们此前提出的温和“控”杠杆观点一致，往后看四季度宏观杠杆率基本趋稳，保持在 270% 左右，明年预计大致维持在该水平附近。

M2 和社融指向的货币政策中介目标与名义 GDP 的定义关系发生变化。此前货币政策的表述为“广义货币供应量和社融规模增速同名义国内生产总值增速基本匹配”，本次报告中将“名义 GDP 增速”的表述调整为“反映潜在产出的名义 GDP 增速”。10 月份易纲行长也有相关表述，但当时仅提及货币供应，本次将社融也纳入进来。由于明年 GDP 增速面临低基数带来的“高增长”问题，而社融和 M2 面临的是高基数下的政策退坡效应，因此调整的目的可能一方面在于释放货币政策进一步回归正常化的信号，另一方面引导市场客观认识剥离基数效应后的真实的 GDP 增长水平。但考虑到基本匹配本身的表述范围并不精准，目前还不宜过度解读。

综合融资成本降低实则指向利率水平的同比下行，三季度除个人住房贷款以外的新发放贷款利率已经出现环比回升。9 月超储率维持低位，流动性保持紧平衡，货币环境表现为中性。对比过去五年的超储率水平，当前高于 2017、2018 年去杠杆年份的同期表现，弱于 2015、2016、2019 同期。

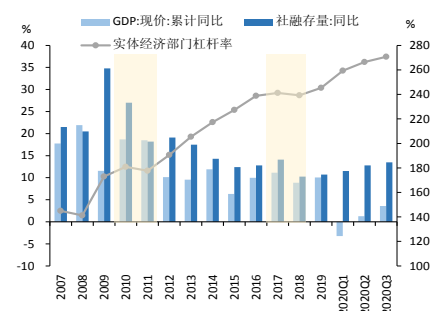
从兼顾内外部均衡的角度来看，外部环境复杂性较强，而内部环境也存在潜在的信用风险，我们认为当前货币政策不宜过快退出。

央行认为，近期人民币升值主要是我国经济基本面良好的体现，合理反映了外汇市场供求变化。人民币汇率的市场化运行，增强其汇率弹性，实现国际收支自主平衡，促进内外部均衡的平衡，有利于增强国内货币政策自主性，货币政策可根据国内形势制定和实施。从国际收支角度来看，今年以来经常项目呈现顺差，资本项目呈现逆差，跨境资本呈现双向流动特征。我们认为央行此意在于表明，当前并不存在境外资本大幅流入造成人民币单向升值的情况。

在稳杠杆的诉求之下，社融增速的高位放缓迹象将逐步显现，信用收敛叠加稳货币表态，对债市而言释放利好信号。但考虑到利率见顶往往滞后于社融见顶 6 个月到一年。同时明年上半年通胀也处于温和上升阶段，我们测算的 PPI 同比将在明年五月份前后达到全年高点，因此基本面向好的因素或将在明年上半年继续带动债市维持弱势震荡，下半年信用收敛对于债市的积极信号或将有所体现。

风险提示：海外疫情持续恶化，货币政策进一步收紧。

相关数据



相关报告

《加杠杆进程趋缓——10 月金融数据点评》

20201112

《货币政策表态中性，注重落地见效——

2020 年二季度货币政策执行报告点评》

20200807

《国内大循环与宽信用——7 月政治局会议点评》

20200801

《如何理解央行最新政策信号？——流动性周度观察（2020 年第 28 周）》

20200714

《货币政策延续宽松，开启信用扩张周期——2020 年一季度货币政策执行报告点评》

20200512

《总量稳健，结构调控，短期战疫——2019 年四季度货币政策执行报告点评》

20200223

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003
15216889116 liuxingc@nesc.cn

1. 稳杠杆预期明确，货币政策进一步回归正常化

三季度货币政策执行报告中增加了“保持宏观杠杆率基本稳定，把好货币供应总闸门，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来”的表述，但此前易纲行长已有相关表态，本次报告的说法相当于进一步明确稳杠杆的预期。10月21日，人民银行行长易纲在2020金融街论坛上发表题为《坚持稳健的货币政策坚定支持市场主体稳就业》的讲话，指出“在今年抗疫的特殊时期，宏观杠杆率有所上升，明年GDP增速回升后，宏观杠杆率将会更稳一些。货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上。货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来”。

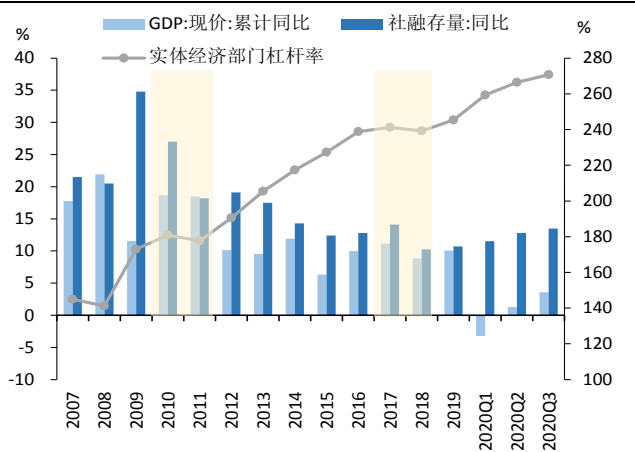
央行明确释放的稳杠杆预期与我们此前提出的温和“控”杠杆观点一致，往后看四季度宏观杠杆率基本趋稳，保持在270%左右，明年预计大致维持在该水平附近。三季度宏观杠杆率进一步抬升至270.1%，较二季度增加3.7个百分点，上行斜率较上半年有所放缓。考虑到经济增速的进一步改善使得被动加杠杆进程放缓，同时实体经济部门扩表速度放缓，如7月以后信贷增速见顶回落、10月后政府债券发行进入尾声，整体上带动四季度宏观杠杆率表现趋稳。

M2和社融指向的货币政策中介目标与名义GDP的定义关系发生变化。此前货币政策的表述为“广义货币供应量和社会融资规模增速同名义国内生产总值增速基本匹配”，本次报告中将“名义GDP增速”的表述调整为“反映潜在产出的名义GDP增速”。10月份易纲行长的发言中也出现此类表述，但当时仅提及货币供应，本次将社融也纳入进来。由于明年GDP增速面临低基数带来的“高增长”问题，而社融和M2面临的是高基数下的政策退坡效应，因此调整的目的可能一方面在于释放货币政策进一步回归正常化的信号，另一方面引导市场客观认识剥离基数效应后的真实的GDP增长水平。但考虑到基本匹配本身的表述范围并不精准，目前还不宜过度解读。

综合融资成本降低实则指向利率水平的同比下行，三季度除个人住房贷款以外的新发放贷款利率已经出现环比回升。9月份，一般贷款加权平均利率为5.31%，6月为5.26%；个人住房贷款加权平均利率为5.36%，6月为5.42%。房贷利率环比继续回落一方面指向银行对住房贷款意愿依然较强，另一方面可能与住房贷款利率今年整体降幅不高有关。9月个人住房贷款利率同比回落0.19个百分点，而一般贷款利率同比降幅达0.65个百分点。

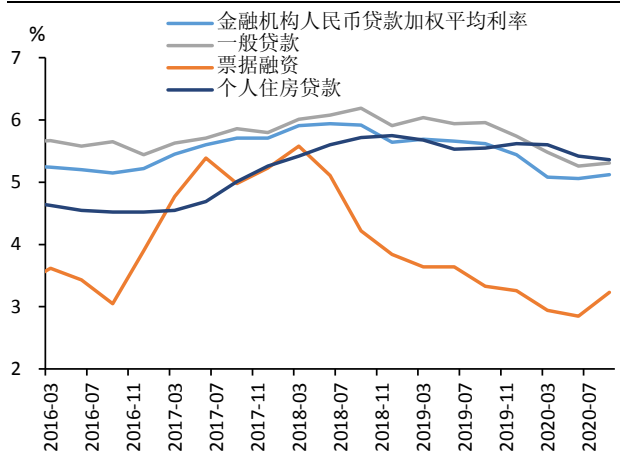
9月超储率维持低位，流动性保持紧平衡，货币环境表现为中性。9月超储率持平于6月的1.6%，尽管根据季节性回落趋势来看，三季度流动性环境边际上有所改善。但对比过去五年的超储率水平，高于2017、2018年去杠杆年份的同期表现，弱于2015、2016、2019同期。

图 1: 三季度后实体部门杠杆率抬升速度趋缓



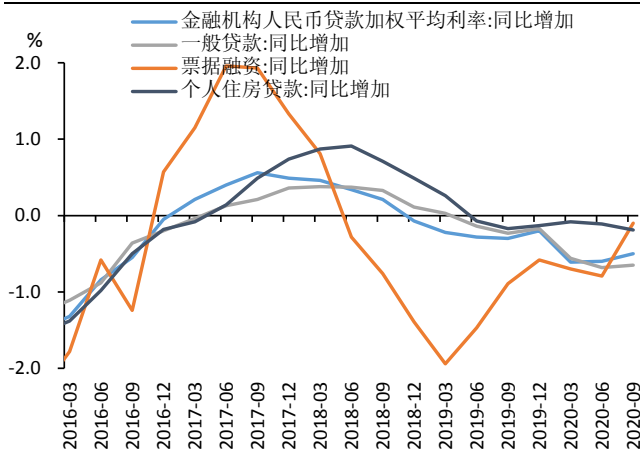
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 金融机构新发放贷款利率



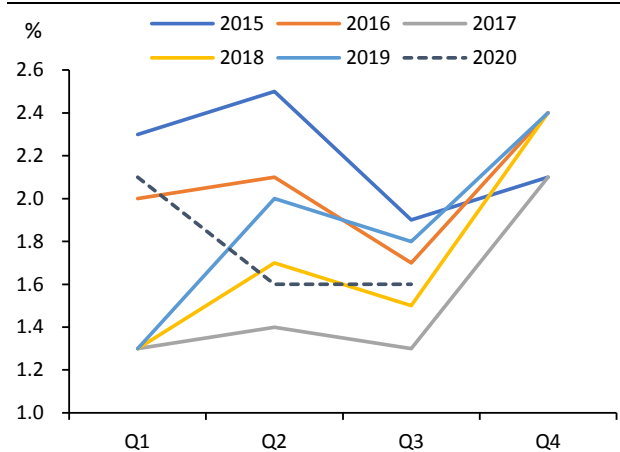
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 金融机构新发放贷款利率同比表现



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 金融机构超额存款准备金率



数据来源: 东北证券, Wind

2. 内外部挑战仍存，货币政策不宜过快退出

央行再次强调全球经济复苏的不稳定不确定性增加，主要集中四个方面：一是全球疫情持续时间可能超预期，影响全球经济复苏；二是财政可持续性风险值得关注；三是金融风险隐患上升，极度宽松货币政策存在溢出效应；四是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。

尽管国内经济增长好于预期，宏观政策有力支持经济复苏，但仍然面临一些挑战。

一是防范疫情输入和国际经济金融风险的压力仍然较大。二是，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。

从兼顾内外部均衡的角度来看，经济复苏道路并不是一帆风顺的，外部环境复杂性较强，而内部环境也存在潜在的信用风险，当前货币政策不宜过快退出。针对近期信用债违约事件，本次报告中也指出“稳妥推进各项风险化解任务，坚决不让局部风险发展成系统性风险、区域性风险演化为全国性风险，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。”

3. 汇率进一步走向市场化，增强货币政策自主性

央行在专栏3《走向更加市场化的人民币汇率形成机制》中重点阐述当前人民币汇率形成机制特点。当前人民币汇率形成机制为以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，具体表现为人民银行退出常态化干预，人民币汇率主要由市场决定；人民币汇率双向浮动；人民币汇率弹性增强，较好发挥了宏观经济和国际收支自动稳定器的作用；社会预期平稳，外汇市场运行有序；市场化的人民币汇率促进内外部均衡的平衡。

央行认为，近期人民币升值主要是我国经济基本面良好的体现，合理反映了外汇市场供求变化。人民币汇率的市场化运行，增强其汇率弹性，实现国际收支自主平衡，促进内外部均衡的平衡，有利于增强国内货币政策自主性，货币政策可根据国内形势制定和实施。从国际收支角度来看，今年以来经常项目呈现顺差，资本项目呈现逆差，跨境资本呈现双向流动特征，包括境外资本流入增多以及境内银行等主体主动增加境外资产。我们认为央行此意在于表明，当前并不存在境外资本大幅流入造成人民币单向升值的情况。

4. 物价不具备长期通胀或通缩基础，不制约货币政策取向

报告认为“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。”对于CPI而言，猪周期下行奠定了其中枢下移的基础，我们预计明年CPI中枢将回落至1%。对于PPI而言，目前更多呈现一轮温和复苏行情。央行认为，从货币适度和供求角度来看，我国不存在长期通胀或通缩基础。报告中指出，“中长期看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，供给侧结构性改革深入推进，市场机制作用得到更好发挥，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。”

5. 债市延续区间震荡格局

我们认为在稳杠杆的诉求之下，社融增速的高位放缓迹象将逐步显现，信用收敛叠加稳货币表态，对债市而言释放出利好信号。但考虑到利率见顶往往滞后于社融见顶6个月到一年。同时明年上半年通胀也处于温和上升阶段，我们测算的PPI同比将在明年五月份前后达到全年高点，因此基本面向好的因素或将在明年上半年继续带动债市维持弱势震荡，下半年信用收敛对于债市的积极信号或将有所体现。

风险提示：海外疫情持续恶化，货币政策进一步收紧。

分析师简介:

沈新风: 东北证券首席宏观分析师, 上海财经大学经济学博士。出版两部学术译著《内部流动性与外部流动性》(诺贝尔经济学奖得主梯若尔、霍姆斯特罗姆合著)和《行为经济学教程》。独立论文《内生家庭谈判力与婚姻匹配》发表于《经济学(季刊)》, 曾担任该刊匿名审稿人。多次在《中国证券报》、《经济参考报》、《金融市场研究》等主流金融媒体发表评论文章, 观点常被国内外主流媒体引用。华尔街见闻、陆想汇、今日头条等媒体专栏作者。

尤春野: 美国约翰霍普金斯大学金融学硕士, 北京大学理学学士, 经济学双学士, 现任东北证券宏观分析师。2018年以来具有2年证券研究从业经历。

刘星辰: 上海财经大学数量金融硕士, 上海财经大学数学本科, 现任东北证券宏观组研究助理。曾任职于首席经济学家论坛做宏观经济研究, 2020年加入东北证券研究所。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准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, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

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_1244

