

## 货币政策回归常态，需求侧改革推动高质量发展

### 核心要点:

- **欧美央行维持政策利率不变，宽松货币政策延续。** 美联储表示保持联邦基金利率在0-0.25%区间，超额准备金利率维持在0.10%，及当前每月1200亿美元资产购买规模，以保持财务状况的宽松。美联储倾向于就资产购买计划采用基于结果的定性前瞻指引，将预期会进行资产购买操作的时间框架与经济状况挂钩。欧洲央行公布12月利率会议决议，维持主要利率不变，增加资产购买规模，并延长资产购买期限。日央行表示宽松货币政策将持续，扩大资产购买规模。海外疫情二次爆发，对经济复苏前景构成风险，全球央行宽松政策延续。
- **央行发布三季度货币政策执行报告，稳健中性相机抉择。** 央行认为中国经济增长好于预期，对稳增长的表述淡化，转而强调高质量发展。《报告》强调金融风险的隐患上升，提出“坚决守住不发生系统性金融风险的底线”。重提“把好货币供应总闸门”和“保持宏观杠杆率稳定”，提出“不让市场的钱溢出来”也“不让市场缺钱”，货币政策重回相机抉择，坚持稳健中性，未来货币政策正常化将是重要特征，流动性维持合理充裕，稳杠杆是政策导向。
- **政治局讨论2021年经济工作会议，强调需求侧改革。** 首提“需求侧改革”，我国面临有效需求不足的问题，需求结构上需要强化消费的主导作用。消费市场是国内大循环最重要的方面，要持续扩大国内需求，为居民消费升级创造条件。提出强化反垄断和防止资本无序扩张，对反垄断的重视程度提升，未来反垄断将继续。提出存量风险化解和增量风险防范，稳杠杆、防风险将逐渐成为未来政策重点。
- **区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)正式签署，促进中国与区内贸易投资活跃。** RCEP自贸区建成意味着东盟十国与中日韩澳，全球约三分之一的经济体量将形成一体化大市场。RCEP签署将深化中国与区内成员国的合作，促进区内贸易投资活跃，强化全球资源整合能力，抵御逆全球化思潮。
- **央行发布《中国金融稳定报告(2020)》，金融稳定将成为核心考量因素。** 《报告》中，央行压力测试结果显示，大中型银行整体抗宏观冲击能力较强，银行个体间差异较大，信用风险是影响参试银行资本充足水平的主要因素。未来金融稳定成为核心考量因素，货币政策将更加强调跨周期调节。

### 分析师

付延平

☎: 135 5016 4159

✉: fuyanping@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130519060001

余逸霖

☎: (8610) 6656 1871

✉: yuyilin-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130520050004

## 目 录

<b>一、海外央行政策回顾</b> .....	<b>3</b>
(一) 美联储公布 11 月议息会议决议 .....	3
(二) 欧洲央行增加资产购买计划 .....	4
(三) 日央行继续宽松扩大资产购买规模 .....	5
<b>二、经济及财政货币政策</b> .....	<b>5</b>
(一) 中国人民银行发布《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》 .....	5
(二) 政治局讨论 2021 年经济工作会议 .....	9
(三) 中国人民银行发布《中国金融稳定报告(2020)》 .....	10
(四) 区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)正式签署 .....	11

## 一、海外央行政策回顾

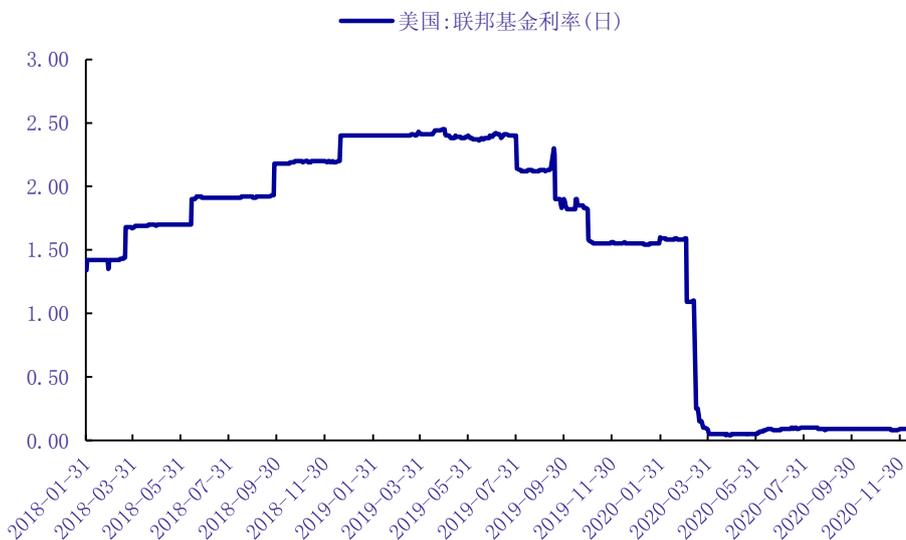
### (一) 美联储公布 11 月议息会议决议

11 月 26 日，美联储公布 11 月货币政策会议纪要，货币政策将维持宽松，联邦基金利率目标区间在 0-0.25% 不变，至少维持当前每月 1200 亿美元的资产购买规模。

**疫情二次爆发叠加缺少财政支持，表达对美国经济增长担忧。**美国经济和就业持续修复，但仍低于疫情前水平。美联储担忧新冠疫情二次爆发会对脆弱修复的经济造成冲击，未来疫情恶化将增加经济下行压力。财政刺激计划迟迟无法落地，缺少财政政策的支持，使得美国家庭正在加速消耗储蓄，并削减开支降低消费，未来经济不确定性较强。重申实施财政支持政策的必要性，呼吁财政政策的支持将加快经济恢复进程，如若疫情进一步恶化，美国经济受到冲击，美联储将研究出台新的救助工具。

**维持联邦基金利率在 0-0.25%，低利率水平将持续。**本次会议声明将保持联邦基金利率在 0-0.25% 区间，超额准备金利率维持在 0.10%。鲍威尔表示近期经济改善速度有所放缓，疫情冲击影响下美国经济复苏前景不确定性很大。至“劳动力市场达到美联储认为的充分就业，及通胀上升至 2% 且有望温和超过 2% 一段时期”，联邦基金利率将保持在当前低利率水平。点阵图显示，美联储 12 月和明年 1 月维持利率在 0%-0.25% 区间的概率为 100%。

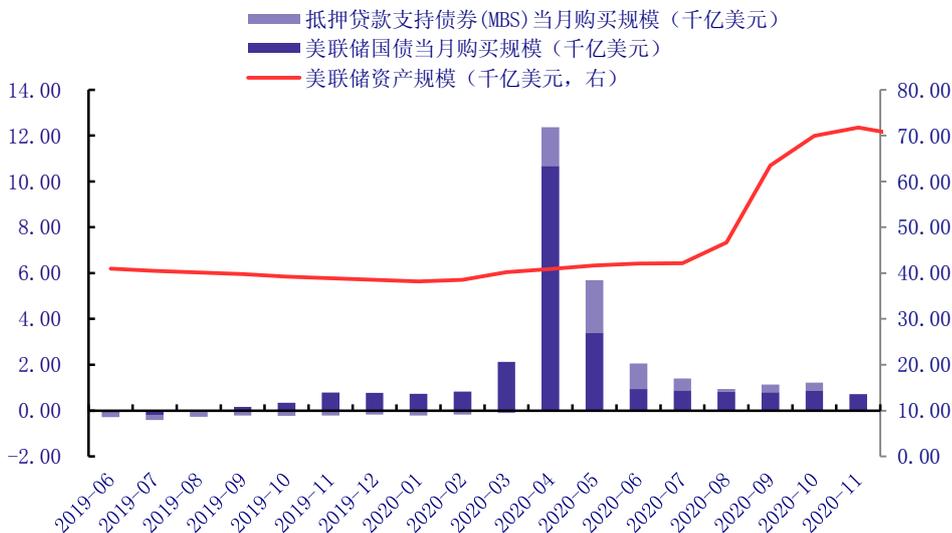
图 1：美联储联邦基金目标利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**至少维持当前资产购买规模，以保持财务状况的宽松。**美联储表示并未考虑过要减少资产购买量，未来几个月美联储将至少维持当前每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS 的资产购买速度增持资产，以保持财务状况的宽松。如果疫情拖累经济增长，将允许调整购债计划，加快购买速度并调整购买长久期的美国国债，但不会立即增加购买资产的规模，以避免美联储资产扩张可能会产生的负面影响。

图 2: 美联储资产购买规模



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**推行前瞻性指引, 引导市场预期。**美联储倾向于就资产购买计划采用基于结果的定性前瞻性指引, 将预期会进行资产购买操作的时间框架与经济状况挂钩, 并提出应尽快推行前瞻性宽松指引, 以便让市场预期与联储意图保持一致。预计有关资产购买的更明确的前瞻性指引会很快出炉。

## (二) 欧洲央行增加资产购买计划

12月10日, 欧洲央行公布12月利率会议决议, 维持主要利率不变, 增加资产购买规模, 并延长资产购买期限。

**欧洲经济修复不确定性仍高, 经济复苏受阻。**为应对新冠蔓延, 欧洲各国政府实施严格封锁措施, 疫情动态和疫苗推出时间将对经济影响显著。欧洲央行将2021年GDP增速预期由此前5%下调为3.9%。由于疫情尚未有效控制, 且新冠疫苗推广计划也未制定, 欧洲经济面临不确定性, 经济下行压力加大, 警惕银行坏账率上升带来的金融风险。

**维持利率不变, 经济处于低通胀环境。**欧洲央行维持主要再融资利率在0%不变, 维持存款利率在-0.50%不变, 维持边际贷款利率在0.25%不变。欧洲央行将2020年通胀预期由此0.3%下调为0.2%, 2021年通胀预期仍为1%不变。欧洲央行指出将适当调整其货币政策工具, 以确保通胀向其目标水平靠拢。

**增加资产购买计划, 保持宽松融资条件。**欧洲央行将紧急抗疫购债计划(PEPP)规模增加5000亿欧元, 期限延长9个月至2022年3月底; 将第三轮定向长期再融资操作(TLTRO)优惠利率到期日延长一年至2022年6月; 将重新投资到期的PEPP债券至少持续至2023年底, 此前为持续至2022年12月底。强化资产购买力度, 有助于支撑受疫情冲击的经济, 并为疫苗接种留出充足时间。

### （三）日央行继续宽松扩大资产购买规模

11月18日，日央行表示宽松货币政策将持续，扩大资产购买规模，若有需要或将进一步采取宽松货币政策。11月日本出现第三波疫情，新增病例上升至2000例以上，复工进度放缓导致通胀水平承压，预计CPI将保持在零以下。日央行宣布实施一系列资产购买计划，包括1.46万亿日元的国债购买，及6000亿日元的商业票据。同时，日本央行保持和各大银行沟通，观察市场风险灵活购买ETF。日本央行加大股市ETF投资，已成为本国股票的最大所有者，其所持日本股票的总价值攀升至45.1万亿日元（约合4340亿美元）。

## 二、经济及财政货币政策

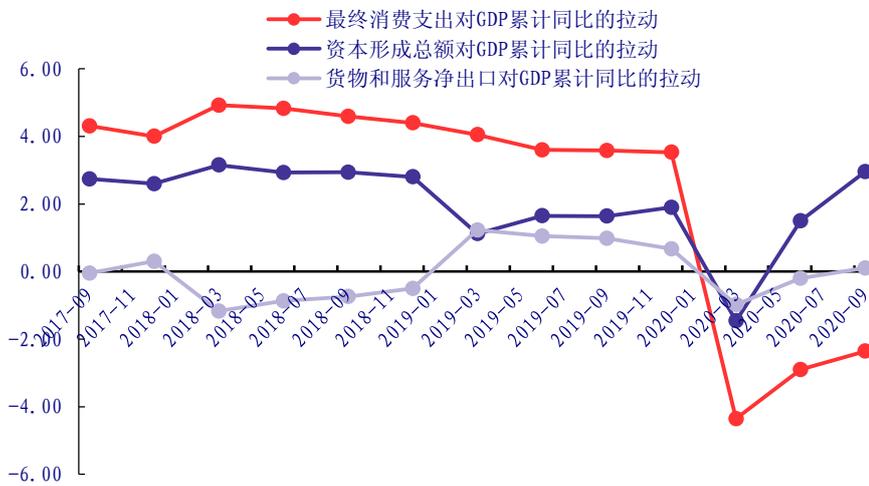
### （一）人民银行发布《2020年第三季度中国货币政策执行报告》

11月26日，中国人民银行发布《2020年第三季度中国货币政策执行报告》。《报告》梳理了2020年第三季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和宏观经济形势的总体情况，对四季度中国宏观经济展望和下一阶段货币政策思路进行介绍。总体来看，央行认为中国经济增长好于预期，对稳增长的表述淡化，转而强调高质量发展。《报告》强调金融风险的隐患上升，提出“坚决守住不发生系统性金融风险的底线”。重提“把好货币供应总闸门”和“保持宏观杠杆率稳定”，提出“不让市场的钱溢出来”也“不让市场缺钱”，货币政策重回相机抉择，坚持稳健中性，未来货币政策正常化将是重要特征，流动性维持合理充裕，稳杠杆是政策导向。

**全球经济复苏，但债务攀升带来金融隐患。**《报告》指出“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，近期新冠疫情反复，未来仍面临不确定性”。在宏观经济展望部分，对外部经济整体形势的判断，由第二季度时“世界经济陷入衰退”，转为“不稳定性明显增加”。对于外部风险，央行认为全球疫情持续时间可能超预期，债务攀升带来财政可持续性风险，金融市场表现与经济基本面脱节，非银行金融机构脆弱性突出，金融风险隐患上升。对比二季度央行主要关注全球经济衰退风险，三季度对债务膨胀与流动性过剩带来的副作用表示担忧。

**中国经济增长好于预期，从稳增长到高质量发展。**《报告》指出，“经济增长好于预期，供需关系逐步改善，市场活力动力增强，前三季度经济增长由负转正”。我国已转向高质量发展阶段，继续发展具有多方面优势和条件，总供求基本平衡，供给侧结构性改革深入推进，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。中长期看，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。对比二季度报告，央行对经济增长好于预期的判断延续，但对稳增长的表述有所淡化，重心转而强调高质量发展。央行认为，通胀对货币政策影响降低。

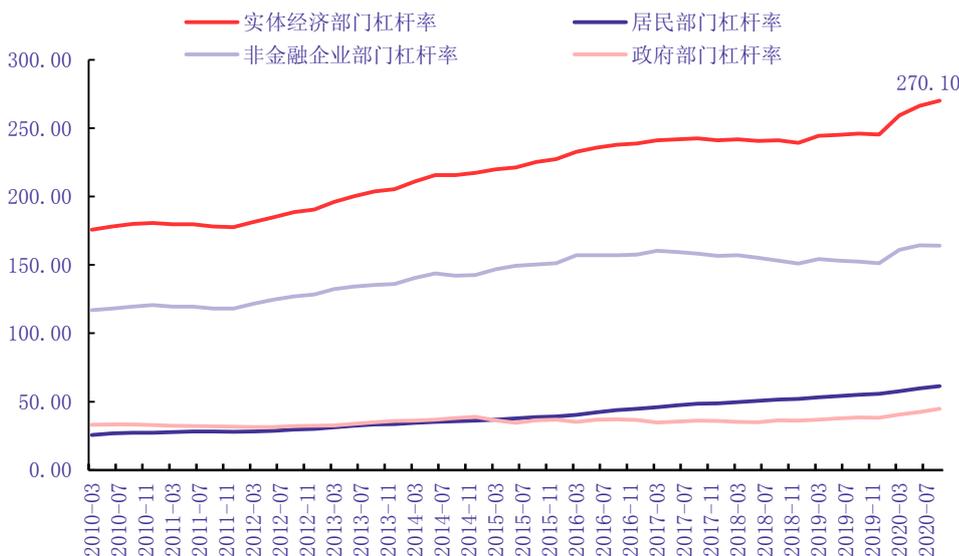
图 3: 中国经济稳步修复, 投资拉动 GDP 上行, 消费仍有提升空间



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**货币政策正常化, 保持宏观杠杆率稳定。**《报告》指出, “稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向, 更好适应经济高质量发展的需要, 更加注重金融服务实体经济的质量和效益”。“尽可能长时间实施正常货币政策, 保持宏观杠杆率基本稳定”。随着中国经济企稳复苏, 央行以逆周期调控稳增长必要性减弱, 2020年9月中国宏观杠杆率已上升至270.1, 控制宏观杠杆率以优化经济结构成为重点, 未来货币政策正常化将是重要特征, 释放稳杠杆的政策导向。

图 4: 中国宏观杠杆率攀升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

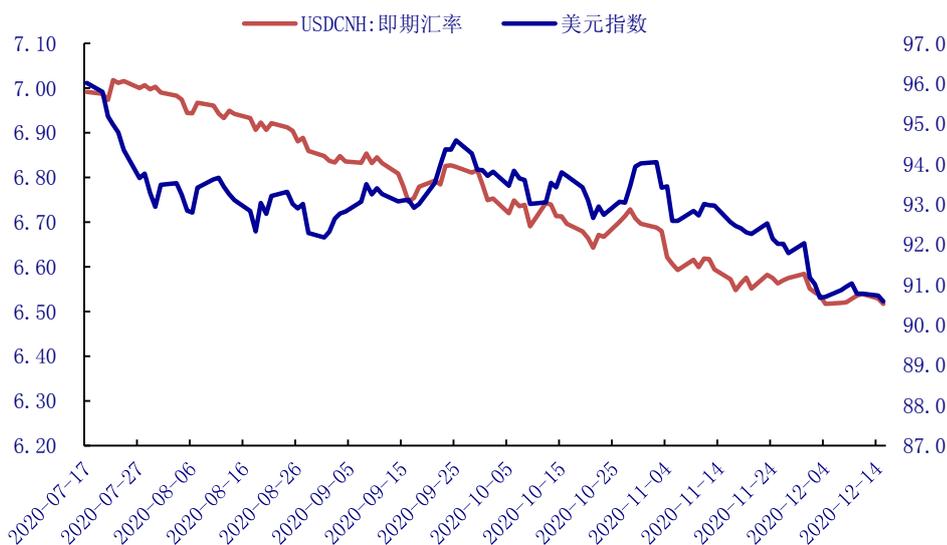
**货币政策稳健中性相机抉择, 信用扩张节奏趋稳。**《报告》指出, “保持流动性合理充裕, 不让市场缺钱, 又坚决不搞“大水漫灌”, 不让市场的钱溢出来”。“把好货币供应总闸门,

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，支持经济向潜在产出回归”。在《报告》同时提出“把好货币供应总闸门”，及“不让市场缺钱”，具有对未来货币政策预期管理的含义，体现政策稳杠杆的战略导向，货币政策维持稳健中性并不会立刻收紧，留有政策空间以相机抉择应对不确定事件。货币供应量增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配，表明信用扩张节奏趋稳，不以信用的加速扩张，来推动经济增速超过潜在增速水平。

**坚守不发生系统性金融风险底线，需维持必要的流动性。**《报告》强调金融风险的隐患上升，提出“维护金融安全，打好防范化解重大金融风险攻坚战，坚决守住不发生系统性金融风险的底线”。“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”。近期信用债违约事件频繁发生，稳妥推进化解信用违约风险，一方面需要货币政策坚守中性不激进扩张不主动造成资产泡沫，另一方面，流动性也需维持合理充裕，避免流动性收紧带来信用风险爆发传导。

**形成市场化的人民币汇率机制，全球货币体系作为联系的整体，全球宽松流动性向中国传导。**国内货币政策边际收紧空间有限。央行强调“人民币汇率形成机制改革将继续坚持市场化方向，优化金融资源配置，增强汇率弹性，注重预期引导，在一般均衡的框架下实现人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。近期人民币汇率波动升值，央行下调远期售汇业务的外汇风险准备金率以弱化升值趋势。中长期看，未来人民币汇率仍有一定内生升值动力，一方面，中国经济的修复趋势依然比较明确，欧美面临疫情的二次冲击，中国经济相对强势表现有望延续。另一方面，美元指数预计未来持续偏弱，美联储提出平均通胀目标，量化宽松政策延续，疫苗上市后，全球风险偏好的上升也将会继续不利于美元。我们认为全球货币体系是联系的整体，在欧美日央行全面量化宽松的大环境下，全球充裕的流动性将向中国传导，国内流动性环境也会维持合理充裕。

图 5: 人民币汇率与美元指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表一：近期货币政策执行报告表述对比

	2020 年三季度	2020 年二季度
<b>世界经济金融形势</b>	<p>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，也要看到近期新冠疫情反复，未来仍面临不确定性。</p> <p>值得关注的问题和趋势，一是全球疫情持续时间可能超预期。二是财政可持续性风险值得关注。三是金融风险隐患上升。</p>	<p>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。</p> <p>国际金融市场波动加剧，股票市场 V 型反弹，美元流动性紧张有所缓解。主要经济体央行维持低利率政策不变，并加大资产购买力度。</p>
<b>中国经济形势</b>	<p>经济增长好于预期，供需关系逐步改善，市场活力动力增强，前三季度经济增长由负转正。</p>	<p>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。</p>
<b>中国经济展望</b>	<p>当前，我国已转向<b>高质量发展阶段</b>，继续发展具有多方面优势和条件。国际环境日趋复杂<b>不确定性明显增加</b>，国内经济还面临不少挑战。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。</p>	<p>我国经济展现出强劲韧性，在常态化疫情防控中经济社会运行基本趋于正常，<b>经济加快恢复增长</b>。</p> <p>世界经济陷入衰退，国内经济还面临不少挑战。物价涨幅总体下行，不存在长期通胀或通缩的基础。</p>

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\\_750](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_750)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>