

两难之际，着眼宽信用

——三季度《中国货币政策执行报告》点评

报告摘要

● 11月16日央行公布三季度《货币政策执行报告》。通览全文，我们认为，央行对通胀形势持结构性、一次性扰动的判断，在政策执行上力求保持社融增速平稳并略高于名义GDP、并推动LPR利率稳步下行，而不会有大的宽松政策出台。对比本季与上一级报告，主要有以下变化：

● 1、经济形势判断：经济下行压力加大、警惕通胀预期发散。

● 2、明确任务：服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革。在运用好货币政策工具当中，删掉了“定向中期借贷便利”，保留定向降准、再贷款、再贴现，这可能是10月TMLF并未如期启动的原因，该工具或有意淡出。

● 3、货币政策重点：以“宽信用”为重点，市场化降成本。货币政策的重点部分，可概括为三个层次。1) 对宽信用更加重视。“加强”逆周期调节（上季为“适时适度进行”），保持流动性合理充裕和“社会融资规模合理增长”（上季为“市场利率水平合理稳定”），“缓解局部性社会信用收缩压力”。此外，本季报告完全没有出现“总闸门”和的表述。2) 货币政策面临掣肘，宽松受限。新增表述“货币政策保持定力，主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位”“警惕通胀预期发散”“坚决不搞‘大水漫灌’”。3) 下一阶段货币政策发力的重点，主要包括中小银行资本补充、LPR推广、债券和票据市场、以及继续调整信贷结构。

● 4、通胀形势理解：2020下半年CPI与PPI差距有望收敛。专栏四“全面看待CPI与PPI走势”，主要论述经济“不存在持续通胀或通缩的基础”，PPI同比降幅扩大主要是基数效应，6月以来PPI环比持续回升；CPI同比走高，结构性特征明显，要警惕通货膨胀预期发散。“预计进入2020年下半年后，翘尾因素对PPI的影响将小于2019年且更加稳定，CPI受食品价格上涨的冲击将逐步消退，两者间的差距有望趋于收窄”。下一阶段央行的主要任务之一是“稳定经济主体的通胀预期”。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



11月16日央行公布三季度《货币政策执行报告》，本季报告篇幅较上一季度减少10%，更凝练地与市场沟通了货币政策思路。下一阶段，面临的经济形势更加复杂，国际、国内的经济下行压力均加大，同时还需警惕通胀预期发散。央行的应对思路表现为，**保持政策定力，更加重视“宽信用”，且全篇未提“总闸门”**。货币政策发力将更加注重：中小银行资本补充、LPR推广使用（包括抓紧研究出台存量贷款利率基准转换方案）、债券和票据市场加大支持、以及继续调整信贷结构，并**坚持用市场化改革的方式降低融资成本**。TMLF在下一阶段主要任务中被拿掉，结合10月末如期启动TMLF来看，可能意味着这一工具的淡出。我们认为，**央行对通胀形势持结构性、一次性扰动的判断（认为2020年下半年CPI与PPI差距有望收敛），在政策执行上或力求保持社融增速平稳并略高于名义GDP、并推动LPR利率稳步下行，而不会有大的宽松政策出台。**

1、经济下行压力加大、警惕通胀预期发散

经济形势判断部分，对全球经济形势的判断改为“经济下行压力加大，主要经济体货币政策空间有限”（上季为“错综复杂”），对国内经济形势判断为经济下行压力“持续”加大。同时增加了对通胀形势的表述：“不存在持续通胀或通缩的基础”和“食品价格指数同比上涨幅度较大，未来一段时间需警惕通胀预期发散”。

2、服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革

货币政策总基调部分，去掉了“六稳”等传统表述，而是明确精炼为一句新表述：“**紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，实施好稳健的货币政策**”。政策目标更加明确。结合全文来看，对这三项任务的具体执行重点包括：

1) **服务实体经济**。新增表述“加强金融支持就业优先政策”“继续优化制造业、新消费领域、创新创业以及国家重大战略等的金融服务”。但在运用好货币政策工具当中，删掉了“定向中期借贷便利”，保留定向降准、再贷款、再贴现，这可能是10月TMLF并未如期启动的原因，该工具或有意淡出。2) **防控金融风险**。新增表述“加强风险监测，坚持在推动高质量发展中防范化解风险，精准有效处置重点领域风险”“继续加强对高风险企业的债券违约风险的排查和预警。进一步健全债券违约处置机制”。3) **深化金融改革**。新增表述“建设现代中央银行制度，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系”“深化中小银行改革，健全适应中小银行特点的公司治理结构和风险内控体系，从根源上解决中小银行发展的体制机制问题”“进一步扩大金融业对外开放，放宽银行、证券、保险业的市场准入”。主要是提高治理能力、中小银行改革和金融对外开放。

3、以“宽信用”为重点，市场化降成本

货币政策的重点部分，可概括为三个层次。1) “加强”逆周期调节（上季为“适时适度进行”），保持流动性合理充裕和“社会融资规模合理增长”（上季为“市场利率水平合理稳定”），“缓解局部性社会信用收缩压力”。此外，本季报告完全没有出现“总闸门”和的表述。这些都**体现对宽信用更加重视**。2) 新增表述“货币政策保持定力，主动维护好我国在主要经济体中少数实行常态货币政策国家的地位”“警惕通胀预期发散”“坚决不搞‘大水漫灌’”。这些**体现货币政策面临掣肘，宽松受限**。3) 新增表述“健全可持续的资本补充体制机制，重点支持中小银行多渠道补充资本，优化资本结构”“坚持用市场化改革方法降低实体经济融资成本，推动银行更多运用LPR”“鼓励加大债券市场和票据融资的支持力度”“促进民营、小微信贷量增价降”。体现下一阶段货币政策发力的重点，主要包括中小银行资本补充、LPR推广、债券和票据市场、以及继续调整信贷结构。

此外，人民币汇率板块的表述没有大的变化，但删掉了“稳步深化人民币汇率市场化改革”。体现当前中美谈判纳入汇率议题、人民币汇率已然破7情况下，对人民币汇改下一步可能将暂时观望。

4、2020 下半年 CPI 与 PPI 差距有望收敛

本季报告四个专栏，分别是专栏一“正确看待央行资产负债表规模变化”（主要阐述中国央行资产负债表规模增长放缓主要与降准有关，不同于美联储等的缩表，观察个别时点的央行资产负债表规模并无太大意义）；专栏二“建立在香港发行人民币中央银行票据的常态机制”（主要介绍2018年末以来在离岸市场发行票据的情况及意义，主要着眼于推进金融供给侧结构性改革和推动人民币国际化，并不主要是为应对人民币汇率波动）。

专栏三“改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制”。介绍了LPR机制改革以来的情况，给出两组数据：9月份新发生贷款中运用月份新发生贷款中运用LPR定价的占比已达到定价的占比已达到46.8%；9月份新发放企业贷款利率较2018降0.36个百分点，初步体现了以市场化改革的方式降低贷款实际利率的政策效果。还提出“抓紧研究出台存量贷款利率基准转换方案”，三季度金融机构一般贷款加权平均利率略微上升了0.02个百分点，应主要与贷款结构向民营小微企业倾斜有关，或有通过加快推进存量贷款利率调整，促进贷款利率降低的考虑。

专栏四“全面看待CPI与PPI走势”。主要论述经济“不存在持续通胀或通缩的基础”，PPI同比降幅扩大主要是基数效应，6月以来PPI环比持续回升；CPI同比走高，结构性特征明显，要警惕通货膨胀预期发散。“预计进入2020年下半年后，翘尾因素对PPI的影响将小于2019年且更加稳定，CPI受食品价格上涨的冲击将逐步消退，两者间的差距有望趋于收窄”。下一阶段央行的主要任务之一是“稳定经济主体的通胀预期”。

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本

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_8894

