



管涛：保持政策定力需要经历的“阵痛”





当前，中国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。许多改革就像 1994 年汇改那样，是破釜沉舟。显然，这种改革不仅需要胆略和魄力，更加需要智慧和担当；既要讲战略，也要讲战术。

当前国内货币政策是偏紧还是偏松？这取决于我们是从数量还是价格角度看问题。从数量指标看，国内有紧货币、紧信用之嫌，但从价格指标看，市场流动性却较为宽松。

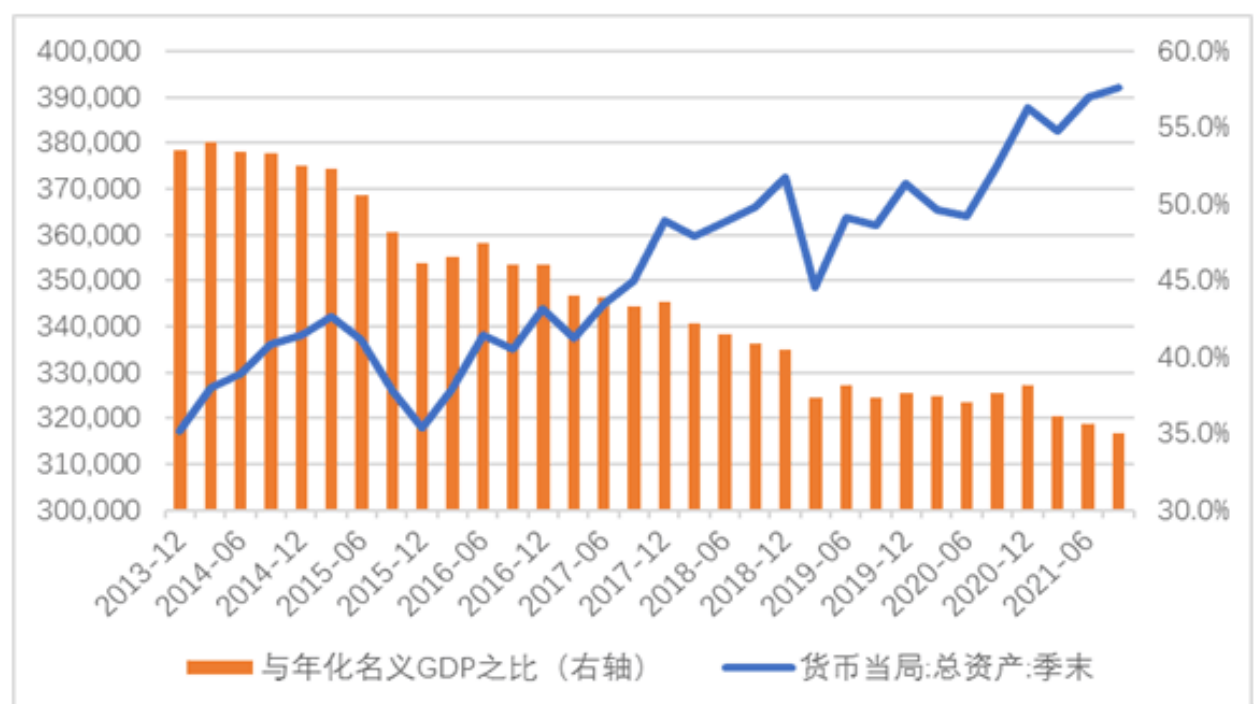
当前国内金融条件较去年底更为宽松

截至今年三季度末，中国央行总资产 39.20 万亿元，同比增长 4.6%；

与年化名义 GDP 之比为 35.0%，较上年末回落 3.1 个百分点（见图 1），因为央行扩表速度低于同期年化名义 GDP 增速 12.3%。

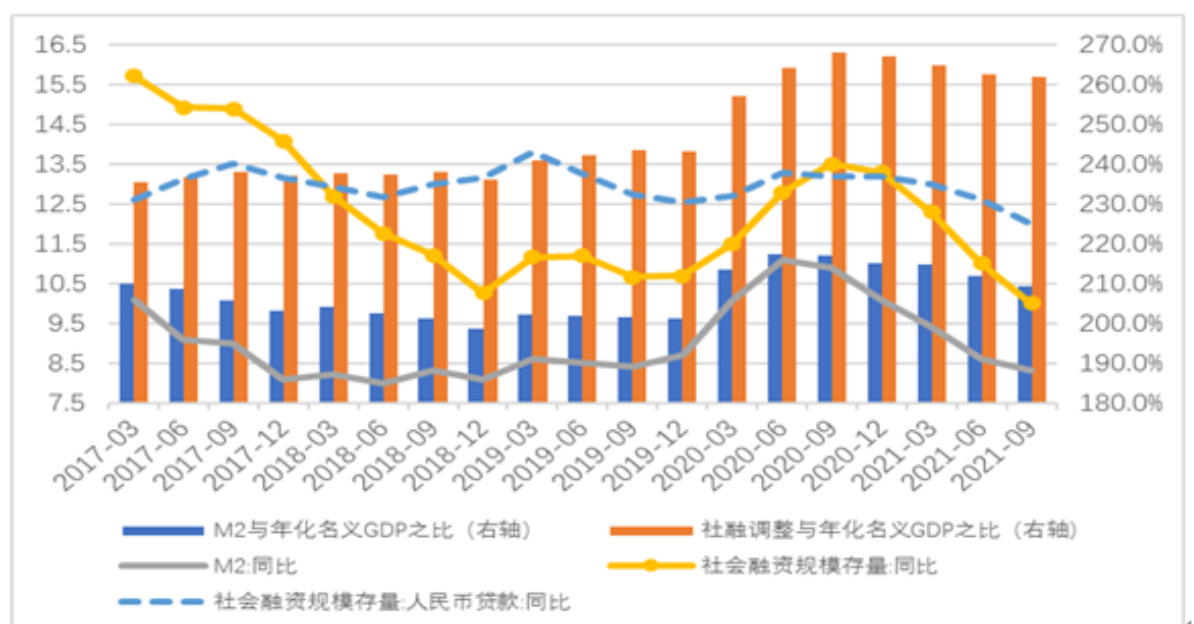
图 1：中国央行总资产规模及其与年化名义 GDP 之比

（单位：亿元人民币；%）



数据来源：中国人民银行；国家统计局；WIND；中银证券

图 2：中国 M2 与社融增长及其与年化名义 GDP 之比（单位：%）



数据来源：中国人民银行；国家统计局；WIND；中银证券

注： $\text{社融调整} = \text{社融存量} - \text{非金融企业境内股票筹资累计额} - \text{贷款核销累计额}$ 。

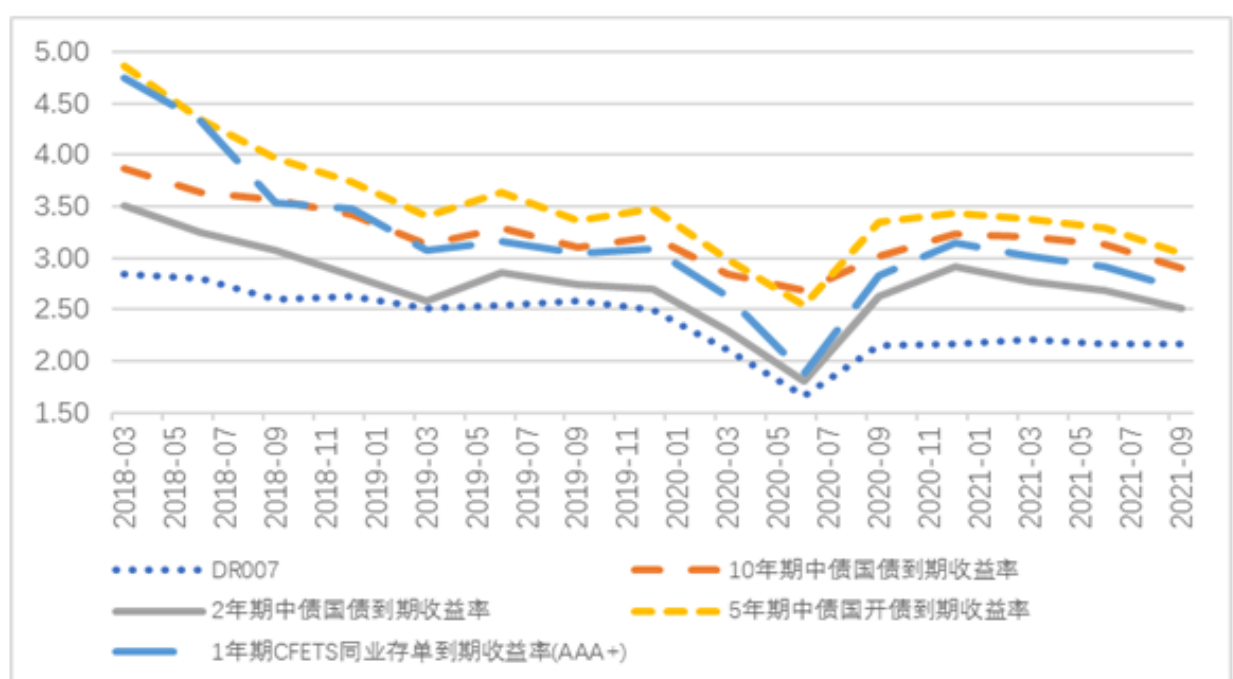
截至三季度末，社会融资规模存量同比增长 10.0%，增速环比回落 1.0 个百分点，同比回落 3.5 个百分点，为有数据以来新低；剔除非金融企业境内股票融资和贷款核销后，用社融调整存量与年化名义 GDP 之比衡量的宏观杠杆率较上年末回落 5.3 个百分点。同期，人民币贷款余额同比增长 12.0%，增速环比回落 0.6 个百分点，同比回落 1.2 个百分点（见图 2）。

但从价格指标看，尽管政策性利率或基准利率如 7 天逆回购利率、1 年期中期借贷便利（MLF）和贷款市场报价利率（LPR）今年以来均未做调整，季均主要市场利率却有不同程度的下行。

前三季度，7 天存款类机构质押式回购加权利率（DR007）围绕 7 天

逆回购利率 2.20% 上下波动。三季度，季均 DR007 为 2.16%，与上年四季度基本持平，且低于 2019 年四季度（新冠疫情暴发前夕）的 33 个百分点。同期，季均 2 年期、10 年期国债收益率分别为 2.51% 和 2.89%，分别较上年四季度回落 41 和 34 个基点，较 2019 年四季度分别低 18 和 30 个基点；季均 5 年期国开债、1 年期 AAA+ 银行同业存单收益率分别为 3.05% 和 2.70%，较上年四季度分别回落 39 和 44 个基点，较 2019 年四季度分别低 44 和 38 个基点（见图 3）。

图 3：中国境内主要市场利率走势（季均）（单位：%）

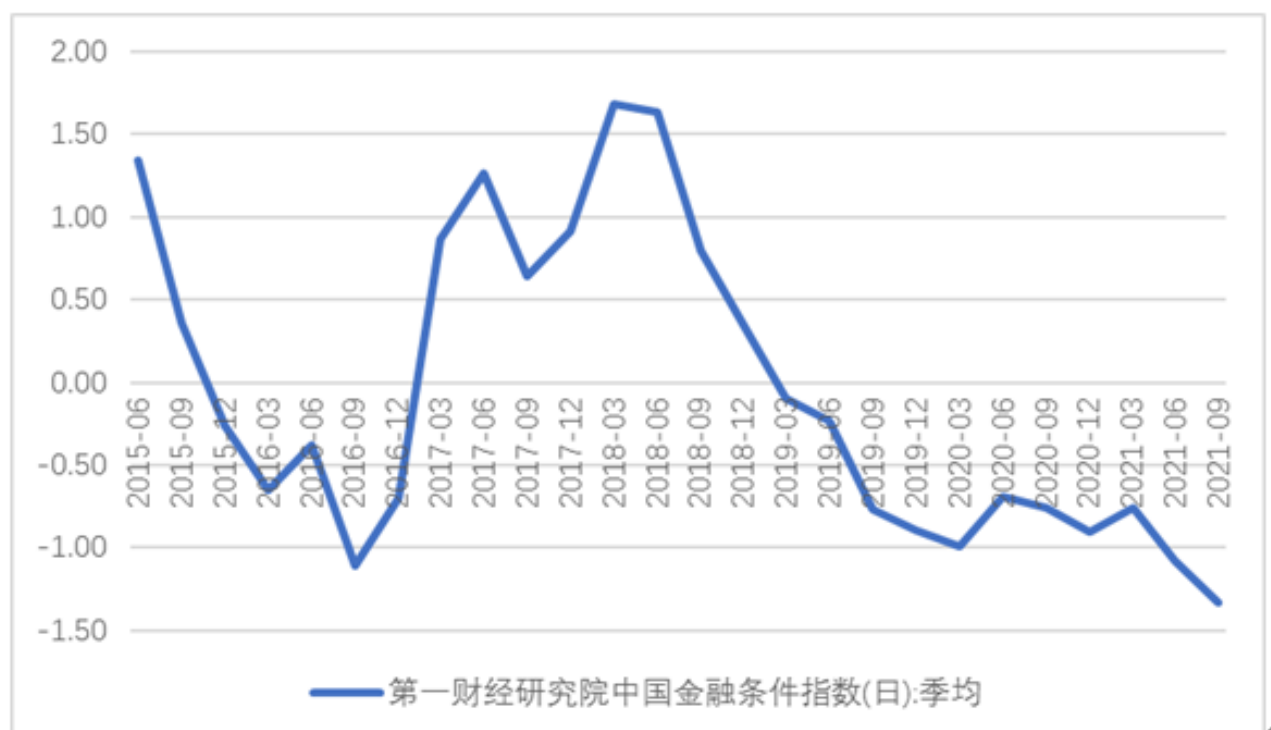


数据来源：中债登；中国货币网；WIND；中银证券

当前，国内金融条件较去年底更为宽松，甚至好于疫情暴发之前。前三季度，第一财经研究院编制的中国金融条件指数季均水平逐季下行，三季度为-1.33%，较上年四季度上升 47.3%，负值为有数据以来最低（见图

4)。

图 4：第一财经研究院中国金融条件指数（季均）（单位：%）



数据来源：第一财经研究院；WIND；中银证券

由于美债收益率受通胀和紧缩预期影响总体向上，而国内因市场流动性合理充裕，中债收益率总体向下，境内外利差收敛。三季度，季均 10 年期中美国债收益率差 157 个基点，较上年四季度回落 80 个基点。受此影响，前三季度，境外投资者持有境内人民币债券净增 5902 亿元，同比下降 21.6%（见图 5）。

图 5：境外净增持境内人民币债券与中美利差

(单位：亿元人民币；个基点)



数据来源：中央结算公司；上海清算所；美联储；WIND；中银证券

注：境外投资者持有境内人民币债券变动为中央结算公司和上海清算所

债券通统计数据合计。

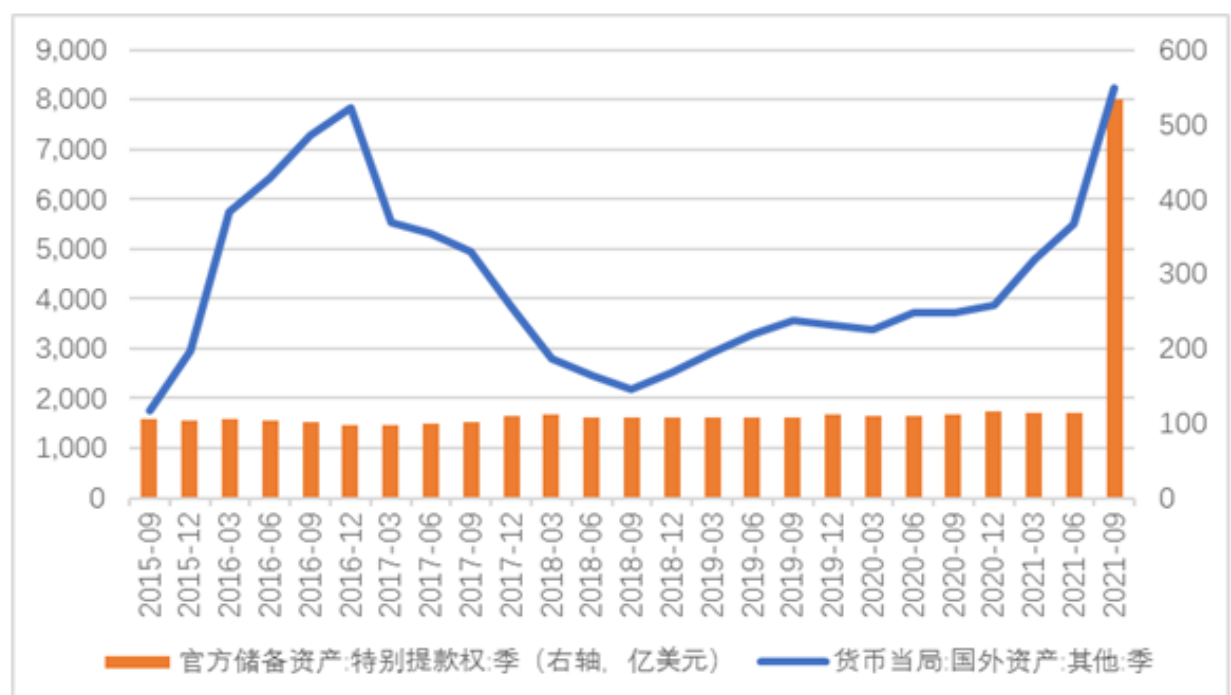
货币政策效果不完全是外生的

从资产方看，前三季度，央行扩表 4298 亿元，同比多增 701 亿元。央行主要通过对外信贷渠道增加货币投放，同期对外资产增加 5190 亿元，同比多增 5616 亿元。这主要是官方储备资产因 8 月份国际货币基金组织 (IMF) 普遍分配 6500 亿美元特别提款权 (SDR) 出现跳升，以及 6 月份央行提高银行外汇法定存款准备金率回笼了境内美元流动性，反映为同期

央行其他对外资产增加 4353 亿元, 其中三季度增加 2709 亿元 (见图 6)。但这不增加基础货币投放, 而被央行其他负债 (或国外负债) 增加所对冲。

图 6: 中国央行其他对外资产与持有的 SDR 余额

(单位: 亿元人民币; 亿美元)



资料来源: 中国人民银行; WIND; 中银证券

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_28520

