保持节奏，注重结构

——《2020 年三季度货币政策执行报告》点评

11 月 26 日，央行发布《2020 年三季度货币政策执行报告》（下文简称《报告》）。对此我们点评如下：

一、宏观经济：国内好于预期

国际方面，央行认为“三季度以来主要经济体经济复苏力度较弱”。未来经济的不确定性主要有：一是“全球疫情持续时间可能超预期”，且不宜对疫苗过度乐观；二是“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”；三是“金融风险隐患上升”。

国内方面，央行的判断较为乐观，认为“经济增长好于预期”，“实现全年经济正增长是大概率事件”，指向货币政策边际放松的必要性下降。相较二季度供过于求、需求恢复偏缓的状况，三季度“供给基本恢复、需求加速改善”。但**央行也注意到“疫情冲击带来的金融风险存在一定时滞”，未来银行业面临不良贷款上升的压力。**

物价方面，央行认为“物价涨幅总体延续下行走势”，指向“稳通胀”目标处于央行合意区间。短期内潜在扰动主要包括全球疫情对供给端的冲击，以及基数效应、春节错位等。

二、政策立场：逐步回归中性

《报告》重提“把好货币供应总闸门”引发市场关注。我们认为，当前这一提法并不意味着货币政策回归中性的节奏会骤然加快。回顾历史，“闸门”一词上次出现是在去年 8 月发布的《2019 年二季度货币政策执行报告》。去年 5 月包商银行事件一度对金融市场流动性造成较大冲击。央行在及时出手稳定市场后，三季度政策处于稳健中性区间，既未进一步放松，也未进一步收紧。当前宏观环境下，骤然收紧货币政策

并无必要，反而可能引发信用紧缩风险。11 月 13 日，财政部原部长楼继伟提出“已经到了研究宽松货币政策有序退出的时候，但退出的节奏也要掌握好”。

总体上看，“稳货币、稳信用”的政策基调预计将延续至明年初。但后续信用扩张速度仍将有所回落，从而保持 M2 和社融增速“同反映潜在产出的名义 GDP 增速基本匹配”。今年为应对疫情冲击，货币供应明显高于潜在产出水平；明年随着经济继续向潜在增速回归，两者的缺口将显著收窄。社融增速高点已于今年 10 月出现，后续将步入下行期。

当前央行对调控的“前瞻性”和“主动性”更为重视，指向货币政策相机抉择的空间上升。《报告》中强调稳健的货币政策体现了“前瞻性、主动性、精准性和有效性”，其中“前瞻性”的位次不变，“主动性”的位次由二季度的第三位升至第二位。

三、政策操作：稳总量、重结构

三季度以来，市场利率继续上行，资金面相应收敛。9 月末超储率为 1.6%，较上年同期下降 0.2pct。5-9 月间政府债券密集发行，叠加下半年结构性存款的压降，商业银行长期负债压力逐步凸显，使得同业存单利率仍在快速上行。近期国股行 1Y 期存单利率已升至 3.35%附近，高于 1Y MLF 利率 40bp。同时，10 月以来 R-DR 利差的中枢水平较前期明显提高，表明银行与非银的流动性分层有所扩张。

8 月以来，央行“维稳”意图逐渐显现。一是在税期高峰、政府债券发行高峰、季末等关键时点，央行表现出较强的呵护意愿，9 月末 OMO 余额达 7,700 亿；二是永煤信用事件后，央行连续多日加大逆回购投放力度，带动 11 月中下旬银行间资金利率整体回落，避免了信用事件的负面影响持续发酵。前瞻地看，**随着年末财政资金的投放，预计四季度超储率将有所上升，存单发行利率亦有望高位企稳。**

MLF 成为当前央行主要的基础货币投放渠道。8-11 月央行连续通过超额续作 MLF 的方式，为银行提供中长期资金。10 月底，全市场 MLF 余额 4.4 万亿，较去年末提升 0.71 万亿，预计今年全年 MLF 增量有望达到接近 1 万亿的水平。未来通过降准释放长期资金的节奏将趋缓，疫情期间出台的再贷款再贴现/直达实体工具也将逐步退出，MLF 的重要性因此将进一步提升。信贷投向上，央行将进一步加大对小微企业/制造业/三农/扶贫领域的支持。《报告》新增“围绕创新链和产业链打造资金链”、“推动供应链金融规范发展和创新”。

四、其它目标：“降成本”“防风险”“稳汇率”

“降成本”方面，三季度实体经济融资成本边际小幅抬升，亦是 2019 年以来的首次回升，或受到市场利率上行叠加融资需求旺盛的驱动。人民币一般贷款加权平均利率较 6 月的 5.26%升至 5.31%。同期票据利率则由 2.85%升至 3.23%，导致三季度票据融资持续收缩。经济回暖背景下，四季度融资成本或保持相对稳定。LPR 改革方面，央行提出“督促金融机构更好地将 LPR 嵌入贷款 FTP 中”。

“防风险”方面，11 月以来，国企违约事件增多，信用风险快速上升。11 月 21 日，金融委定调对“逃废债”“零容忍”。《报告》对金融风险亦着墨较多，提出“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”。中长期来看，应对之策为“加快健全金融风险处置责任体系”。**我们认为，在经济基本面回暖、流动性环境边际改善的前提下，无需过度忧虑明年的信用环境，但需注意个体的信用分化。**

“稳汇率”方面，三季度以来，人民币持续升值，美元兑人民币中间价已由 5 月末的高点 7.13 持续降至 11 月 27 日的 6.58。对此，央行在专栏三中作出回应，强调了我国人民币汇率形成机制的市场化特征。一方面，“市场化的汇率有助于提高货币政策自主性”；另一方面，也有

助于“实现人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，**从而避免形成汇率升值的单边预期。**

五、结论：保持节奏，注重结构

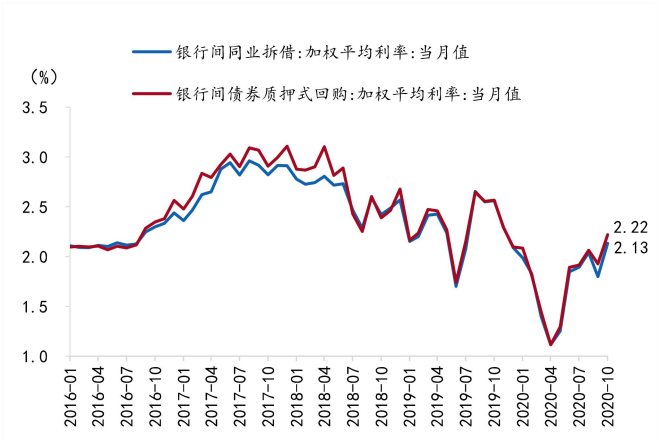
总体来看，货币政策正从应对疫情冲击的偏宽松状态向后疫情时代的稳健中性取向回归。主要经济体经济复苏力度较弱，我国经济增长好于预期，但仍需警惕未来的不良贷款压力。“稳货币、稳信用”的政策基调预计将延续至明年初，结构上关注中小银行风险和中小企业信用问题。

值得一提的是，在“基数效应”的影响下，明年一季度的 GDP 同比增速将大幅“跳升”，但货币政策立场无需因此骤然变化。疫情造成的低基数下，旨在季节性调整的同比指标将“失真”，政策更应关注经济修复的“动能”，或环比变化。由于经济修复是连续的，政策变化也应保持连续。而且，当前信用环境较为脆弱，货币政策骤然收紧将造成信用收缩，不利于后疫情时代经济进一步复苏，并可能引发系统性风险。

政策操作上，数量型调控方面，央行当前更倾向于通过 OMO/MLF/再贷款再贴现弥补商业银行短期/中长期资金缺口，其中 MLF 的重要性将进一步提升，央行亦将继续落实直达实体工具。年内应再无降准。流动性有望保持合理充裕，以保障实体经济日益旺盛的融资需求。价格型调控方面，年内 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 大概率保持不变，年末分别为 3.85%和 4.65%；四季度融资成本或保持相对稳定。

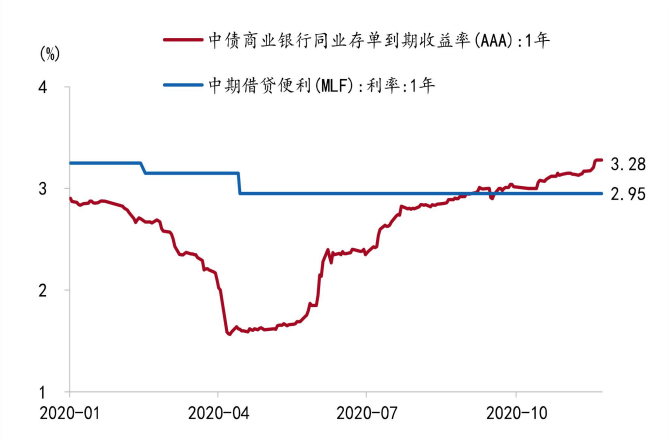
（评论员：谭卓 蔡玲玲 杨薛融 邹萌 许天阳）

图 1：三季度货币市场利率有所上升



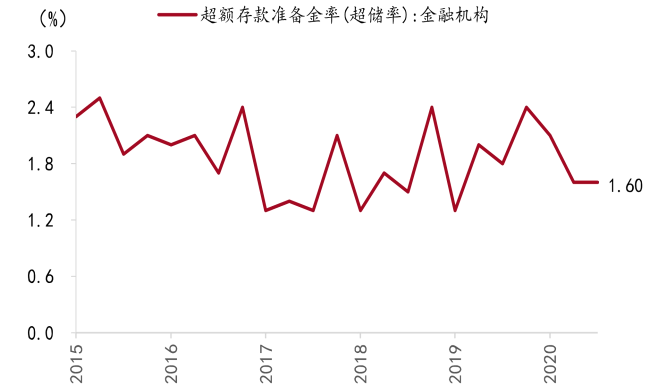
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：三季度同业存单利率继续上行



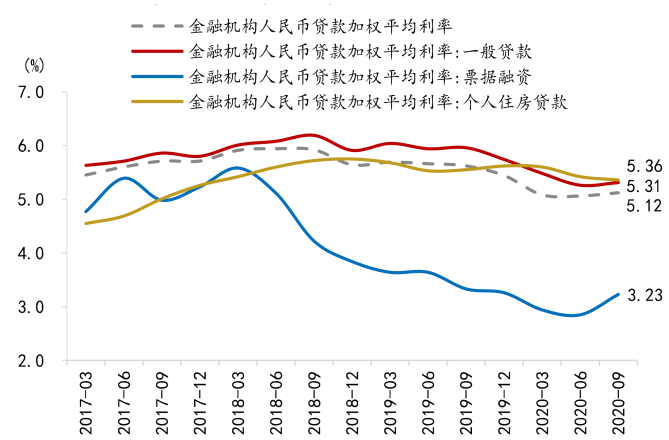
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：2020 年三季度超储率同比下降 20bp



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：实体经济融资成本略有上升



资料来源：WIND、招商银行研究院