分析师：沈彦東
执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333（195）
邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕
联系电话：0755-82830333（198）
邮箱：panyx@wanhesec.com

三季度货币政策执行报告简评：再提“货币总闸门”

1.事件

11 月 26 日，央行发布了 2020 年三季度《中国货币政策执行报告》，梳理了三季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势，并对全年宏观经济和下一个阶段的货币政策思路做出展望和部署。此外《报告》还包括 4 个专栏，内容涉及央行资产负债表和货币供应的关系、直达实体经济的货币政策工具、人民币汇率形成机制和疫情以来宏观政策的积极作用。

2.点评

（1）三季度货币政策执行报告在延续二季度对国内经济增长的乐观判断，但仍需关注海外风险

央行表示，“我国经济增长好于预期，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，第三季度经济同比增长 4.9%，实现全年经济正增长是大概率事件。”对于海外环境，相比二季度主要担忧经济衰退风险，三季度报告重点关注三个方面，一是全球疫情持续时间或超预期，影响全球经济复苏；二是各国政府庞大财政赤字和公共债务问题引起的关于财政可持续性的担忧；三是疫情以来的全球放水导致金融风险隐患上升，金融市场存在回调风险。

（2）政策思路淡化“稳增长”，再提“把好货币供应总闸门”

二季度报告多处提到“稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向”，“处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，实现稳增长和防风险长期均衡”。可见当时的货币政策对稳经济总量增长的诉求强烈，而三季度报告虽然继续定调稳健，但对“稳增长”只提过一次，并且新增了“把好货币供应总闸门”的表述，要求“既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”。这是 2019 年三季度报告中删去“把好货币供应总闸门”表述后首次重新提出，也与近期央行行长易纲在金融街论坛年会上“货币政策要把握好货币供应的总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动”的表态一致。从这个视角看，流动性供给层面的政策红利将趋于收敛，未来信用扩张将更多由融资需求驱动。

（3）下一阶段政策思路的主要目标：控总量、支持实体经济、降成本

保持宏观杠杆率基本稳定是明年的主要目标之一，今年宏观杠杆率的提升是经济冲击的被动体现，明年或将自然回落。上半年为对冲疫情影响，逆周期调节力度有所加大，宏观杠杆率出现阶段性上升。央行在专栏 4

中提到“在应对疫情和支持经济复苏的过程中，债务规模和杠杆率都必然出现阶段性上升，之后经济增长逐步恢复将为更好地长期保持合理的宏观杠杆率水平创造条件。”随着明年经济增长恢复常态，考虑基数因素，预计名义 GDP 增速将超过 10%，社融增速或将自然与名义 GDP 增速大致匹配，意味着宏观杠杆率能自然维持平稳，流动性中性偏紧。

新增“构建金融有效支持实体经济的体制机制”的表述。这是央行对“十四五”规划的落实，旨在发挥货币政策调结构功能，“引导金融机构加大对符合新发展理念相关领域的支持力度。”“完善金融支持创新体系，促进新技术产业化规模化应用，围绕创新链和产业链打造资金链，形成金融、科技和产业良性循环和三角互动”，改善金融资源过度集中在地产、基建等传统行业的扭曲结构。对于房地产，再次强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”。

银行间流动性回归紧平衡，贷款利率回升，货币政策已经回归常态。随着二季度后应急式货币宽松退出，银行间资金面重回紧平衡状态。9 月金融机构人民币贷款加权平均利率 5.12%、金融机构一般贷款加权利率 5.31%，票据融资加权利率 3.23，较 6 月份分别回升 6bp、5bp 和 38bp，表明货币政策已经回归常态，但不代表央行放弃了降成本的目标，三季度报告表示“截至 10 月末已实现让利约 1.25 万亿元，预计随着各项政策措施效果进一步体现，全年可实现让利 1.5 万亿元目标。”金融让利实体仍然有 2500 亿元待完成，但下一阶段货币政策的重心更偏向稳定杠杆和调整结构，降成本的主要方式将更多通过市场化改革而非货币手段来达成。

3.风险提示：政策落地不及预期

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写,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。本报告不能作为投资研究决策的依据，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。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn