宏观研究

“精准导向+风险预防”以实现高质量发展

——2020 年第三季度货币政策执行报告点评

宏观事件点评　　2020 年 11 月 30 日

报告摘要：

经济增长好于预期，实现全年经济增长是大概率事件

10月单月GDP增速达到6.8%，预计4季度增速将达到6.0%。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。应对疫情，我国货币政策财政政策双管齐下，使疫情的影响的到有效控制。另一方面，央行也强调，公共部门和实体部门债务攀升，财政可持续性面严峻挑战。

央行强调要保持流动性合理充裕

第三季度，货币政策取得了显著的成效，经济逐渐恢复。央行重提把控货币供应“总闸门”，首提保持宏观杠杆率稳定，为下一阶段流动性逐渐回归定调。金融资源转向制造业、民营企业与小微企业等主体，信贷结构明显优化。贷款加权平均利率较二季度提高，主要是票据融资加权平均利率上行，同时，DR007趋势上行。央行表示，人民币汇率形成机制将会更加市场化，发挥汇率优化金融资源配置的作用。

第四季度以及 2021 年货币政策思路体现为“精准导向+风险预防”以实现高质量发展

精准导向的定调与第二季度一致，即有效发挥结构性工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。“健全风险预防”的表述被多次提及，反映了对近期信用债事件的重视。至于高质量发展，表明央行着眼疫情后经济发展，形成国内国际双循环的新发展格局。

风险提示

疫情导致全球经济不稳定，政策效果不达预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：　S0100519040001

电话：　010-85127665

邮箱：　xieyunliang@mszq.com

相关研究

一、经济增长好于预期

经济增长好于预期，实现全年经济增长是大概率事件。10 月单月 GDP 增速达到 6.8%，预计 4 季度增速将达到 6.0%。中国整体经济处于逐渐修复的状态，预计 4 季度工业生产强度保持高位，消费延续平稳修复。同时，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。不过，未来短期的物价可能受到全球疫情对供给端的冲击还有不确定性，基数效应、春节错位等因素的影响，仍需密切关注。

中国宏观政策力度是合适的。应对疫情，我国货币政策财政政策双管齐下。货币政策方面，出台了涉及 9 万亿元货币资金的货币政策应对措施；财政政策方面，扩大财政赤字规模、发行抗疫特别国债、安排地方政府专项债券，合计净增加 3.6 万亿元财政支持。央行认为宏观政策的力度是合适的，不仅有效控制本国疫情，也通过溢出效应以及补充他国供应缺口为全球经济做出了重要贡献。央行也强调，公共部门和实体部门债务攀升，财政可持续性面严峻挑战。

外部不稳定性不确定性明显增加。三季度以来主要经济体经济复苏力度较弱，部分国家疫情出现反弹，同时保护主义、单边主义、地缘政治紧张局势抬头。全球产业链供应链受非经济因素严重冲击。主要经济体 PMI 虽普遍回升，但劳动力市场恢复速度减慢，新冠确诊病例高居不下。从内部来看，我国经济运行中还存在一些结构性、体制性、周期性问题，发展不平衡、不充分问题仍然比较突出。

二、保持流动性合理充裕

把控货币供应“总闸门”，保持宏观杠杆率稳定。央行在报告中重提把控货币供应总闸门，传递了流动性供给层面的政策将趋于收敛的信号。同时，首提“保持宏观杠杆率基本稳定”，也明确了未来将采取稳健的货币政策取向。上半年为了应对疫情的影响，杠杆率阶段性上升，2020 年前三季度，宏观杠杆率上升到 270.1%，与上年末相比增幅达到 27.7 个百分点。随着经济逐日回复，杠杆率的稳定可能成为下一阶段的重点工作之一。

直达实体经济的货币政策工具效果明显。9 月末，企（事）业单位贷款比年初增加 10.6 万亿元，同比多增 2.3 万亿元。制造业中长期贷款增速为 30.5%，增速连续 11 个月上升；普惠小微贷款余额 14.6 万亿元，同比增长 29.6%，近 7 个月增速连创有统计以来新高；支持小微经营主体 3128 万户，同比增长 21.8%。2020 年第三季度，中国人民银行继续完善宏观审慎评估中有关小微企业、民营企业和制造业融资的考核要求，确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。央行明确会积极强化对稳企业保就业的金融支持。

贷款加权平均利率较二季度提高，但仍维持在低水平。一般加权平均利率 2019 年一季度以来首次回升，从 6 月份的 5.26%提升到 5.31%，同比下降 0.5 个百分点。其中，票据融资加权平均利率从 6 月份的 2.85%上行到 3.23%，而企业贷款加权平均利率保持下行，从 4.64%下行到 4.63%。票据利率的上行原因主要在于资金市场趋紧。6 月以来 DR007 趋势上行，也说明市场利率逐渐回归常态运行机制

人民币汇率形成机制将会更加市场化。截至 9 月末，人民币名义和实际有效汇率较上年末分别升值 2.67%和升值 2.19%；前三季度，人民币对美元汇率弹性增强，小幅升值，九月末较上年末升值 2.44%，年化波动率为 4.25%。中央人民银行指出，将继续推进汇率市场化改革，一是退出外汇市场“常态化干预”，二是人民币汇率弹性，三是外汇市场管理加强，四是促进内外部均衡的平衡。

三、“精准导向+风险预防”以实现高质量发展

第四季度以及 2021 年货币政策思路体现为“精准导向+风险预防”以实现高质量发展。精准导向的定调与第二季度一致，即有效发挥结构性工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。“健全风险预防”的表述被多次提及，反映了对近期信用债事件的重视。至于高质量发展，表明央行着眼疫情后经济发展，形成国内国际双循环的新发展格局。第四季度以及 2021 年货币政策思路可以用“精准导向+风险预防”以实现高质量发展来概括。

精准导向，在保持合理流动性的前提下，支持小微企业。央行提出，要合理把握调控的力度、节奏和重点，持续释放贷款市场报价利率（LPR）改革降低融资成本的潜力，发挥结构性货币政策精准导向的作用，引导贷款进一步向小微、民营企业倾斜，在今年完成向实体经济让利 1.5 万亿元的目标。同时把好货币供应“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。这表明货币政策在未来会从宽松逐步转向中性。

风险预防，优化金融风险防控机制。央行首次以“健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系”为标题，强调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。同时提出，要大力发展监管科技，提高监管的专业性。随着政策逐渐收紧，金融风险可能会在未来的一段时间里暴露。如何健全金融风险处置责任体系，压实股东、各类债权人、地方政府和金融监管部门责任是下一阶段的重点之一。

高质量增长，加快形成国内国际双循环的新发展格局。总体来说，央行认为经济增长好于预期，第三季度经济增长由负转正，实现全年经济增长是大概率事件。但是仍需要警惕新一波疫情风险及其对未来世界经济平稳发展的影响。在下一阶段，央行表示将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，同时继续保持房住不炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段。下一阶段，促进货币政策与财政、就业、产业、投资、消费、环保、区域等政策目标优化、分工合理、高效协同。

风险提示

疫情导致全球经济不稳定，政策效果不达预期。

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。曾获中国人民银行重点研究课题一等奖。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。