Q3 货币政策执行报告点评

宏观经济报告

稳健的货币政策灵活适度，逐步回归常态化

引言：2020 年 11 月 26 日，央行发布了 2020 年第三季度货币政策执行报告，对经济形势，货币政策做了回顾与展望。总体来看，稳健的货币政策体现了前瞻性、主动性、精准性和有效性，成效显著，传导效率进一步提升，金融支持实体经济力度稳固。我们认为，稳健的货币政策灵活适度，逐步回归常态化。具体看，货币政策执行报告有以下要点值得关注：

一、我国央行资产负债表规模与 M2 增长关联度不是很高，未来继续通过货币投放推动经济发展

- 我国央行摆脱了外汇占款增长导致的被动扩表模式，货币政策自主性明显增强，银行作为货币创造中枢的作用充分发挥。下一步，稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，搞好跨周期政策设计，完善货币供应调控机制，发挥基础货币投放对推动经济高质量发展的积极作用。

二、直达实体经济的货币政策工具落地见效

- 人民银行创设普惠小微企业贷款延期支持工具，提供 400 亿元资金，向地方法人银行提供激励，合计对地方法人银行 6-9 月延期的 4695 亿元普惠小微企业贷款本金提供激励资金 47 亿元，惠及 50 万家小微企业。同时创设普惠小微企业信用贷款支持计划，提供 4000 亿元资金，向地方法人银行提供优惠资金支持，累计向 1-5 级的地方法人银行提供优惠资金 932 亿元，支持其 3-9 月发放小微企业信用贷款共计 2646 亿元，惠及 233 万家小微企业。

三、人民币汇率形成机制进一步走向市场化

- 近期人民币有所升值，主要是我国经济基本面良好的体现，我国率先控制了疫情，率先实现复工复产和经济恢复正增长，出口增长较快，境外主体持续增持人民币资产。总的来看，人民币仍是双向浮动的。

四、我国宏观政策力度适中，为经济复苏作出了重要贡献

- 货币政策方面，新冠肺炎以来我国共计推出 9 万亿元货币资金的应对措施：引导中期借贷便利和公开市场操作中标利率下行，推进 LPR 改革释放利率市场化红利，三次降低存款准备金率释放 1.75 万亿元长期资金，推出 1.8 万亿元再贷款、再贴现政策，创新两项直达实体经济的货币政策工具支持小微企业融资 4.7 万亿元。财政政策方面，今年财政赤字规模比上年增加 1 万亿元，发行抗疫特别国债 1 万亿元，地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元。在去年财政政策高基数的基础之上，以上三项合计净增加 3.6 万亿元财政支持。

五、我们认为货币政策当前尚未到紧缩时期，2021 年将逐步回归常态化

- 当前货币政策尚未到紧缩时期，财政政策继续坚持逆周期调节。当前经济呈现投资偏强、消费偏弱的格局，总体来看，经济仍然处于弱复苏状态。我们预计货币政策会相对保持平稳，财政扩张力度边际趋缓。展望 2021 年，社融增速、信贷增速将会放缓并回落，宏观杠杆率的波动将会更加平滑，信贷增速有望与名义 GDP 增速相匹配，2021 年末社融存量增速或将回落至 10-11%；M2 增速或将降至 10%以下；信贷增速将放缓至 10-11%。

风险提示：疫情发展失控、货币政策应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

引言：2020 年 11 月 26 日，央行发布了 2020 年第三季度货币政策执行报告，对经济形势，货币政策做了回顾与展望。总体来看，稳健的货币政策体现了前瞻性、主动性、精准性和有效性，成效显著，传导效率进一步提升，金融支持实体经济力度稳固。

对比二季度货币政策执行报告，央行继续维持"稳健的的货币政策更加灵活适度、精准导向"的表述不变的基础上，重提要"把好货币供应总闸门"。政策从一季度的"保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高"，调整为二季度的"保持货币供应量和社会融资规模合理增长"。目前我们的重点放在"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"上。

对于房地产，央行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，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。

针对近期的违约事件，央行也有所表态。提出要稳妥推进各项风险化解任务，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。加快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。央行重申关于债券市场管理制度的完善，未来将要促进公司信用类债券信息披露标准统一，继续为金融市场的"稳"提供风向标。

下一阶段，央行的政策思路将保持继续完善货币供应调控机制，根据宏观形势和市场需要，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，**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。**

具体来看，货币政策执行报告有以下要点值得关注：

（1）我国央行资产负债表规模与 M2 增长关联度不是很高，未来将继续通过基础货币投放推动经济高质量发展

我国央行摆脱了外汇占款增长导致的被动扩表模式，货币政策自主性明显增强，银行作为货币创造中枢的作用充分发挥。货币乘数是广义货币 M2 和基础货币之间的恒等式比例。广义货币 M2 的创造取决于银行行为，而银行贷款创造存款后所产生的缴纳法定准备金的需求，央行既可以通过缩表的降准对冲，也可以通过扩表的再贷款工具提供，这意味着货币乘数其实是一种事后的恒等式结果，并不存在分子和分母之间的直接逻辑关联。2020 年以来，中国人民银行主要运用降准和再贷款工具对冲新冠肺炎疫情影响，但反映在央行资产负债表上，缩表的降准和扩表的再贷款两者相互抵消，资产负债表规模保持基本稳定，同时广义货币 M2 和社会融资规模增速明显高于 2019 年，对比主要发达经济体央行资产负债表规模大幅上升，突出反映了我国保持了正常货币政策且传导顺畅。

央行资产负债表规模、货币乘数与广义货币 M2 增长之间并无必然的逻辑关联，且我国作为全球为数不多的仍坚持货币政策正常化的大型经济体，不需要以央行大规模扩表的方式投放流动性，不宜简单根据央行资产负债表扩张幅度、货币乘数来衡量货币政策效果。**观察货币政策的松紧，关键还是看作为货币政策中介目标的货币供应量和社会融资规模。**只要保持了货币信贷合理增长，就说明银行货币创造的市场化功能正常发挥，中央银行提供的基础货币是适度的。下一步，中国人民银行将继续按照党中央、国务院部署，稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，搞好跨周期政策设计，完善货币供应调控机制，发挥基

础货币投放对推动经济高质量发展的积极作用。

（2）直达实体经济的货币政策工具落地见效

普惠小微企业贷款延期支持工具切实缓解了小微企业贷款还本付息压力。人民银行创设普惠小微企业贷款延期支持工具，提供 400 亿元资金，以通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订利率互换协议的方式，向地方法人银行提供激励，激励资金约为地方法人银行延期贷款本金的 1%。普惠小微企业贷款延期支持工具按月操作，合计对地方法人银行 6-9 月延期的 4695 亿元普惠小微企业贷款本金提供激励资金 47 亿元，惠及 50 万家小微企业。

普惠小微企业信用贷款支持计划，有效提升小微企业信用贷款比重。人民银行创设普惠小微企业信用贷款支持计划，提供 4000 亿元资金，通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订信用贷款支持计划合同，向地方法人银行提供优惠资金支持。2020 年 3 月至 9 月，全国银行业金融机构累计发放普惠小微信用贷款 2.3 万亿元，比上年同期多发放 7961 亿元。其中，1-5 级地方法人银行发放 9733 亿元，比上年同期多发放 3499 亿元。普惠小微企业信用贷款支持计划按季操作，累计向 1-5 级的地方法人银行提供优惠资金 932 亿元，支持其 3-9 月发放小微企业信用贷款共计 2646 亿元，惠及 233 万家小微企业。

下一步，人民银行将继续实施上述两项直达实体经济的货币政策工具，切实缓解小微企业还本付息压力，提高信用贷款比重，增强对稳企业、保就业的金融支持力度。

（3）人民币汇率形成机制进一步走向市场化

近期人民币有所升值，主要是我国经济基本面良好的体现，我国率先控制了疫情，率先实现复工复产和经济恢复正增长，出口增长较快，境外主体持续增持人民币资产。总的来看，人民币仍是双向浮动的。

当前人民币汇率形成机制具有以下五个特点：一是人民银行退出常态化干预，人民币汇率主要由市场决定。二是人民币汇率双向浮动。三是人民币汇率形成机制经受住了多轮冲击考验，汇率弹性增强，较好发挥 了宏观经济和国际收支自动稳定器的作用。四是社会预期平稳，外汇市场运行有序。五是市场化的人民币汇率促进了内部均衡和外部均衡的平衡。

下一步，人民币汇率形成机制改革将继续坚持市场在人民币汇率形成中起决定性作用，优化金融资源配置。具体来说：一是坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度；二是继续增强人民币汇率弹性，更好发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动 稳定器的作用；三是加强外汇市场管理；四是把握好内外部均衡的平衡。

（4）我国宏观政策力度适中，为经济复苏作出了重要贡献

新冠肺炎以来，我国共计推出 9 万亿元货币资金的货币政策应对措施，主要包括：引导中期借贷便利和公开市场操作中标利率下行，推进 LPR 改革释放利率市场化红利，三次降低存款准备金率释放 1.75 万亿元长期资金，推出 1.8 万亿元再贷款、再贴现政策，创新两项直达实体经济的货币政策工具以支持小微企业融资 4.7 万亿元。金融部门通过降低利率、减少收费、贷款延期还本付息等措施向实体经济让利约 1.25 万亿元，全年可实现 1.5 万亿元的目标。货币政策保持流动性合理充裕，预计带动 2020 年全年人民币贷款新增 20 万亿元左右，社会融资规模增量超过 30 万亿元。广义货币和社会融资规模增速高于去年，金

融对实体经济保持了较强的支持力度。

财政政策持续发力，有效缓解疫情对实体经济的冲击。今年财政赤字规模比上年增加 1 万亿元，发行抗疫特别国债 1 万亿元，地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元。在去年财政政策高基数的基础之上，以上三项合计净增加 3.6 万亿元财政支持。此外，还通过减税降费、加大重点领域支出、增强重大项目建设保障支持力度等措施，为经济社会全面恢复发展提供内生动力。

政策取得了显著成效，有效的控制住了疫情我国经济社会已全面恢复发展。第一季度我国 GDP 同比负增长 6.8%，第二、三季度 GDP 分别增长 3.2%和 4.9%，前三季度经济增速由负转正，消费、投资、出口等经济指标全面向好。

（5）我们认为货币政策当前尚未到紧缩时期，2021 年将逐步回归常态化

货币政策尚未到紧缩时期，财政政策继续坚持逆周期调节。当前经济呈现投资偏强、消费偏弱的格局，总体来看，经济仍然处于弱复苏状态。我们预计货币政策会相对保持平稳，常态化操作以保证流动性合理充裕，考虑到地方专项债发行已经结束，财政扩张力度虽边际趋缓，但坚持逆周期调节的方向依然明确。市场不必担心宽松政策过快退出的问题。

近期债券市场违约事件频繁，流动性紧张，市场担忧情绪加重。11 月 13 日永煤控股的债券发生违约，今年的信用债违约已经蔓延至 AAA 级债券。资金面边际趋紧，SHIBOR，DR007，十年国债利率全线上行。11 月 16 日，央行宣布开展 8000 亿元 MLF 操作，为年内最大规模的 MLF 操作，实现净投放 2000 亿元。央行连续三个月超额续做 MLF，更倾向于通过公开市场操作维持市场阶段性流动性平衡，而非通过降息降准手段全面性的扩大流动性水平，未来一段时间，货币政策将逐步回归正常状态。

展望 2021 年，10 月 21 日易纲行长在 2020 年金融街论坛上提出，“保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”。这表明 2021 年社融增速、信贷增速将会放缓并回落，宏观杠杆率的波动将会更加平滑。逆周期政策的退出使得基建融资明年逐步回落，房住不炒也使得房产融资持续收紧。随着一些次级贷款的工具逐步退出（再贷款和创新直达工具等），明年整体信贷增速或将放缓至 10-11%，贷款增长可能放缓、政府债券发行量可能下降；同时影子信贷将持续面临监管压力，明年规模可能继续小幅下降。**展望 2021 年，随着经济常态化复苏，政策回归中性，信贷增速有望与名义 GDP 增速相匹配，2021 年末社融存量增速或将回落至 10-11%；M2 增速或将降至 10%以下；信贷增速将放缓至 10-11%。**信用环境存在局部的市场风险，如弱资质主体、民企主体、尾部城投及部分地产主体可能存在一定的压力和风险，但不会发生系统性金融风险。

风险提示：

1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、 货币政策应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、 部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH