适应经济高质量发展，市场的钱不缺不溢

——三季度中国货币政策执行报告点评

事件

11 月 26 日，央行发布三季度中国货币政策执行报告。报告表示，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。下一步，稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。要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。

点评

展望 2021 年货币政策重点：更好适应经济高质量发展的需要，更加注重金融服务实体经济的质量和效益，即总量信用的收紧和结构信用的放松并存。从总量层面来看，央行对于货币政策表述维持“稳健”不变，即灵活适度+精准导向：1）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，支持经济向潜在产出回归；2）引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行。从当前的角度来看，本轮库存周期的复苏进入到后期，预计央行提出的“保持宏观杠杆率基本稳定”一方面来源于分母端的经济回归潜在产出贡献，另一方面来源于分子端的信用收紧贡献。从结构层面来看，通过自上而下的方式构建金融有效支持实体经济的体制机制，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，商业银行服务乡村振兴考核办法的出台等将驱动信用在“房住不炒”背景下向小微企业、民营企业、“三农”、制造业扩张。

展望 2021 年金融服务实体：“三率”的深化改革将改善价格信号，对外人民币波动率可能增强，对内关注反映“实体经济”领域的结构性利率引导信号。央行在今年 10 月通过下调远期售汇业务的外汇风险准备金率退出了人民币汇率的常态化干预，从而为不可能三角的“货币政策独立性”和“资本自由流动”提供空间。从货币政策独立性上来看，央行在专栏中指出，作为超大体量的新兴经济体，货币政策制定和实施必须以我为主，降低部分经济体极度宽松货币政策带来的溢出效应（通过汇率调节）。而这种调节对于部分缺乏高附加值的出口产业形成冲击，在经济高质量发展转型过程中，由于对外金融服务突出了“基于实需原则”，更需要关注对内在创新体系、供应链、农村等领域的利率信号。从资本自由流动上来看，未来外汇市场预计将加快发展，人民币资本项目可兑换在试点基础上也将得到进一步推进。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 宏观组
研究员
徐闻宇
☎ 021-60827991
✉ xuwenyu@htfc.com
从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454

联系人
吴嘉颖
☎ 021-60827995
✉ wujiaying@htfc.com
从业资格号：F3064604

相关研究：

利率反弹未结束——国债期货下跌快评
2020-11-19

辉瑞带来对“美联储假设”的改善——美联储金融稳定报告点评
2020-11-10

央行货币政策的分化，关注风险的可能——美联储 11 月议息会议点评
2020-11-06

顶层设计确立，进入到落实阶段——深改委第十六次会议点评
2020-11-03

金融自由化的终结和数字抵押品的开端——金稳委专题会议点评
2020-11-01

变化的开始——五中全会公报点评
2020-10-30

供给收缩需求弱化，波动开始加强——日欧央行 10 月议息会议点评
2020-10-30

附：中国央行三季度货币执行报告：既不让市场缺钱，又不让市场的钱溢出来

来源：人民银行[1]

中国央行今日发布 2020 年三季度货币政策执行报告。

央行在报告中称，今年以来已推出涉及 **9 万亿元**货币资金的货币政策应对措施，前 10 个月金融部门向实体经济让利约 **1.25 万亿元**。

点评：货币政策保持相机抉择，保持流动性合理充裕。

央行强调，下一阶段，将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。**

在利率改革上，央行表示要健全市场化利率形成和传导机制，持续深化 LPR 改革，巩固市场化 LPR 报价机制，督促金融机构更好地将 LPR 嵌入贷款 FTP 中，增强贷款内外部定价与 LPR 的联动性，用改革的办法促进融资成本进一步下行，提高货币政策传导效率。

在债券制度建设上，央行表示要积极完善债券市场管理制度建设，促进公司信用类债券信息披露标准统一。坚持市场化、法治化原则，完善债券违约风险防范和处置机制。

点评：宏观杠杆率基本稳定，意味着随着经济疫后向潜在增长回归，信用扩张存在收紧可能。

在货币政策上，央行表示要搞好跨周期政策设计，促进经济**总量平衡、结构优化、内外均衡**。建设现代中央银行制度，完善货币供应调控机制，健全市场化利率形成和传导机制，构建金融有效支持实体经济的体制机制，处理好内外部均衡和长短期关系，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**。

点评：房地产的信用扩张机制继续“抑制”。这里面临一个信用转换的摩擦，“金融有效支持实体经济的体制机制”提供的信用量短期内并不能覆盖房地产抑制的信用量，因而地产融资目前设置了 3 年过渡期，对于市场影响的将来自于阶段性压降的节奏。

在房地产调控上，央行表示要牢牢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，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**。

值得注意的是，央行认为目前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：

> *2020 年 7、8 月，受部分省份汛情影响，肉菜类价格一度有所回升，各部门多举措保供稳价，货币政策坚持稳健，近期已趋于回落。9 月 CPI 涨幅已回落至 2%以下，初步估计全年 CPI 涨幅均值将处于合理 50 区间。工业生产持续复苏向好，内外需逐步回暖，PPI 在第三季度各月均实现环比正增长，同比降幅总体呈收窄态势。不过，未来全球疫情演进及防控措施对供给端的冲击还有不确定性，基数效应、春节错位等因素可能对 CPI 形成一定扰动，仍需对短期物价走势保持密切关注。中长期看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，供给侧结构性改革深入推进，市*

[1] http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4133903/index.html

场机制作用得到更好发挥，货币政策保持稳健，货币条件合理适度，不存在长期通胀或通缩的基础。

点评：央行提出了几个风险点：1）未来股市存在回调风险；2）信用压降过程中，非银金融的流动性错配风险；3）以及向银行传导的风险。

在化解金融风险上，央行认为**目前金融风险隐患上升**。金融市场表现与经济基本面脱节，在实体经济复苏脆弱、公司盈利预期下调的背景下，全球股市强劲反弹，未来存在回调风险。非银行金融机构脆弱性突出，流动性错配明显，一旦金融市场剧烈波动，可能面临较大抛售压力，并向银行体系传导。

对此，央行三季度报告里专门用一整段描述健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系：

*七是健全金融风险**预防、预警、处置、问责**制度体系。维护金融安全，打好防范化解重大金融风险攻坚战，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。健全金融风险预防预警体系，对银行体系开展全覆盖的压力测试，支持银行特别是中小银行多渠道补充资本和完善治理，加大不良贷款损失准备计提力度及核销处置力度，增强金融机构的稳健性和可持续经营能力。大力发展监管科技，提高监管的专业性、有效性和严肃性。**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。*

对于世界经济金融形势，央行列举了三个值得关注的问题和趋势：

*一是全球疫情**持续时间可能超预期**。近期全球新增确诊病例快速攀升，美国、欧洲疫情出现反弹，一些发展中经济体疫情蔓延加速，全球疫情可能将在较长时间内持续，影响全球经济复苏。*

*二是**财政可持续性风险值得关注**。2020 年美国预算赤字达到创纪录的 3.1 万亿美元，是 2009 年的两倍多。据 IMF 估算，截至 9 月，全球为应对疫情采取的财政措施占全球 GDP 之比约为 12%，全球公共债务率将在 2020 年接近 100%，公共债务未来很可能继续攀升。IMF 呼吁各国政府提高财政支出效率，在促进经济复苏的同时解决庞大的财政赤字和大规模公共债务问题。*

*三是**金融风险隐患上升**。金融市场表现与经济基本面脱节，在实体经济复苏脆弱、公司盈利预期下调的背景下，全球股市强劲反弹，未来存在回调风险。非银行金融机构脆弱性突出，流动性错配明显，一旦金融市场剧烈波动，可能面临较大抛售压力，并向银行体系传导。*

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com