2020 年 11 月 26 日

宏观研究团队

政策回归常态的再确认

——宏观经济点评

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

● **央行对国内经济研判偏乐观、重提防范国际金融风险，重视物价预期变化**

报告对国内经济研判偏乐观、认为全球经济复苏进程的不稳定性不确定性较大，重提防范国际金融风险。报告认为，供给基本恢复、需求加速改善，经济继续高质量发展具有多方面优势和条件；全球经济复苏进程仍面临较大不确定性，债务攀升、财政可持续和极度宽松货币政策溢出效应等因素，可能加大金融不稳定性。

物价短期仍可能受供给干扰，预期变化或阶段性引起政策关注。报告认为供给端冲击还面临不确定性、但不存在长期通胀或通缩的基础，重视预期管理。我们预计，2021 年或出现温和通胀，猪价或拖累 CPI 中枢明显下移，而消费修复支持核心 CPI 逐季回升；内外需“错位”修复下，PPI 或在一季度前后重回正增长。

● **政策基调基本延续近期表态，尽可能长时间实施正常货币政策，防范化解风险**

政策基调基本延续近期表态，尽可能长时间实施正常货币政策。报告中“不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来”，“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”，基本延续近期领导讲话要点，是对政策回归常态的再确认。报告首次提出“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，“不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’”。

操作层面，把好货币供应总闸门，加快健全金融风险处置责任体系等。历史上，“总闸门”多出现在杠杆率大幅抬升、政策对防风险重视度提升的阶段。当前实体杠杆的抬升，进一步压制经济行为和加速债务风险暴露；政策重心转向调结构、防风险，强调完善债券违约风险防范和处置机制等。此外，报告还首次提及“形成金融、科技和产业良性循环和三角互动”、推动供应链金融规范发展和创新。

● **专栏介绍央行报表与货币供应关系、汇率等；贷款利率回升，超储率持续低位**

专栏 1 指出不宜简单根据央行报表、货币乘数变化来衡量货币政策效果，专栏 4 强调市场化的汇率有助于提高货币政策自主性。报告共写了 4 个专栏，专栏 2 和 4 主要介绍了货币政策工具、宏观政策对经济的支持效果；专栏 1 阐释央行报表、货币乘数与 M2 变化并无必然逻辑关系，不宜简单根据央行报表、货币乘数变化衡量政策效果；专栏 3 强调坚持汇率形成机制市场化，货币政策制定以我为主。

企业和居民贷款加权平均利率有所上升，超储率继续低位。9 月，贷款加权平均利率 5.12%，较 6 月提高 0.06 个百分点。其中，一般贷款和个人住房贷款加权平均利率分别为 5.31%和 5.36%，分别较 6 月提高 0.05 个百分点和回落 0.06 个百分点。9 月超额准备金率 1.6%、与 6 月持平，较 2019 年同期回落 0.2 个百分点。

● **风险提示：**海外疫情加速恶化，金融风险累积导致政策出现调整。

相关研究报告

《宏观深度报告-“转债策论”系列之十：产业链视角，看造纸包装转债》-2020.11.25

《宏观经济专题-2021 年，国内温和通胀的微观基础》-2020.11.24

《宏观经济专题-转债视角，看信用风险》-2020.11.23

目　录

1、 事件: 3
2、 点评 3
3、 风险提示 5

图表目录

表 1: 2020 年二、三季度货币政策执行报告主要内容对比表 4

1、 事件:

11 月 26 日，央行发布三季度货币政策执行报告。

2、 点评

报告对国内经济研判偏乐观、认为全球经济复苏进程的不稳定性不确定性较大，重提防范国际金融风险。报告认为，供给基本恢复、需求加速改善，经济继续高质量发展具有多方面优势和条件；全球经济复苏进程仍面临较大不确定性，债务攀升、财政可持续和极度宽松货币政策溢出效应等因素，可能加大金融不稳定性。

物价短期仍可能受供给干扰，预期变化或阶段性引起政策关注。报告认为供给端冲击还面临不确定性、但不存在长期通胀或通缩的基础，重视预期管理。我们预计，2021 年或出现温和通胀，猪价或拖累 CPI 中枢明显下移，而消费修复支持核心 CPI 逐季回升；内外需“错位”修复下，PPI 或在一季度前后重回正增长。

政策基调基本延续近期表态，尽可能长时间实施正常货币政策。报告中“不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来”，“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”，基本延续近期领导讲话要点，是对政策回归常态的再确认。报告首次提出“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，“不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来”。

操作层面，把好货币供应总闸门，加快健全金融风险处置责任体系等。历史上，“总闸门”多出现在杠杆率大幅抬升、政策对防风险重视度提升的阶段。当前实体杠杆的抬升，进一步压制经济行为和加速债务风险暴露；政策重心转向调结构、防风险，更加强调完善债券违约风险防范和处置机制。此外，报告还首次提及“形成金融、科技和产业良性循环和三角互动”、推动供应链金融规范发展和创新。

专栏 1 指出不宜简单根据央行报表、货币乘数变化来衡量货币政策效果，专栏 4 强调市场化的汇率有助于提高货币政策自主性。报告共写了 4 个专栏，专栏 2 和 4 主要介绍了货币政策工具、宏观政策对经济的支持效果；专栏 1 阐释央行报表、货币乘数与 M2 变化并无必然逻辑关系，不宜简单根据央行报表、货币乘数变化衡量政策效果；专栏 3 强调坚持汇率形成机制市场化，货币政策制定以我为主。

企业和居民贷款加权平均利率均有所上升，超储率继续低位。9 月，贷款加权平均利率 5.12%，较 6 月提高 0.06 个百分点。其中，一般贷款和个人住房贷款加权平均利率分别为 5.31%和 5.36%，分别较 6 月提高 0.05 个百分点和回落 0.06 个百分点。9 月超额准备金率 1.6%、与 6 月持平，较 2019 年同期回落 0.2 个百分点。

表1：2020 年二、三季度货币政策执行报告主要内容对比表

	2020Q2	2020Q3
重要数据	贷款加权利率 5.06%，一般贷款加权利率 5.26%	贷款加权利率 5.12%，一般贷款加权平均利率为 5.31%
	金融机构超额准备金 1.6%	金融机构超额准备金率 1.6%
专栏	完善结构性货币政策工具体系	正确理解中央银行资产负债表与货币供应的关系
	完善利率传导机制	直达实体经济的货币政策工具落地见效
	包商银行风险处置回顾	走向更加市场化的人民币汇率形成机制
	怎样看待全球低利率	我国宏观政策有力支持经济复苏
经济形势分析	2020 年以来，新冠肺炎疫情给我国经济社会发展带来严重冲击…统筹疫情防控和经济社会发展工作取得重大成果…经济已由第一季度疫情带来的“供需冲击”演进为第二季度的“供给快速恢复、需求逐步改善”… 下半年经济增速有望回到潜在增长水平… 国际疫情仍处于较长的高峰平台期，地缘政治紧张局势抬头、部分国家间经贸摩擦日益深化，不稳定性不确定性较大…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。随着经济增速向潜在水平回归，宏观杠杆率也将逐步回归至合理水平…增强经济竞争力、创新力、抗风险能力，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力…	当前，我国已转向高质量发展阶段，**继续发展具有多方面优势和条件**。我国疫情防控和经济恢复都走在世界前列，供给基本恢复、**需求加速改善**，就业民生较好保障，市场预期总体稳定…一系列新产业、新业态、新动能正在形成并快速发展，经济保持长期向好发展的多方面优势和条件没有变..**全球产业链供应链受非经济因素严重冲击，经济复苏进程的不稳定性不确定性较大。**因此，我国防范疫情输入和**国际经济金融风险的压力仍然较大**。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。**未来随着经济增速逐步向潜在水平回归，宏观杠杆率有望趋于平稳**。此外，**疫情冲击带来的金融风险存在一定时滞，未来不良贷款有上升压力**。
	物价涨幅总体下行，不存在长期通胀或通缩的基础…发达经济体货币供应量快速攀升未来可能推高大宗商品价格…对供应链、产业链的冲击还有不确定性，仍需对各种因素可能导致的短期物价扰动保持密切关注。中长期看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡…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。	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…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…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。
政策基调	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向…实现稳增长和防风险长期均衡…根据疫情防控和经济金融形势把握货币政策操作的力度、节奏和重点，坚持把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”…处理好内外经济平衡，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，更好适应经济高质量发展的需要…**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**…综合施策推动社会融资成本明显下降…增强结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策直达性。**重视预期管理**，保持物价水平稳定…**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**。打好防范化解重大金融风险攻坚战…牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。
政策展望	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向…保持流动性合理充裕，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，保持货币供应量和社会融资规模合理增长…做好稳企业保就业工作。运用普惠小微企业贷款延期支持工具，切实缓解小微企业还本付息压力，帮助小微企业渡过难关。	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。完善货币供应调控机制…保持流动性合理充裕，**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…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…提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。
	发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用，更好地服务实体经济…建立健全银行增加小微企业贷款投放的长效机制…推动制造业银企对接，加大制造业中长期融资支持。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。	切实缓解小微企业还本付息压力，缓解融资难问题…构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持创新体系…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**。推动**供应链金融规范发展和创新…提升金融科技水平**，增强金融普惠性。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…保持房地产金融政策的连续性…
	深化利率、汇率市场化改革，提高金融资源配置效率…于 8 月底基本完成存量浮动利率贷款定价基准转换工作，疏通货币政策传导机	深化利率、汇率市场化改革，提高金融资源配置效率…**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

制…保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定…引导企业树立“风险中性”的财务理念，通过外汇衍生品管理汇率风险。	性…引导企业树立“财务中性”理念，通过外汇衍生品管理汇率风险，引导金融机构坚持“风险中性”理念，为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务…
完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用……加强制度建设、完善债券市场管理制度，促进制度标准统一，提升债券市场效率；支持民营企业发行债券融资…加强金融市场基础设施统筹监管与互联互通…积极稳妥推动债券市场制度性、系统性开放，引入更多中长期投资者。	加强金融市场基础制度建设，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用…**促进公司信用类债券信息披露标准统一**…**完善债券违约风险防范和处置机制**。加强金融市场基础设施统筹监管，实现债券市场基础设施互联互通落地，持续推进托管行和交易报告库建设…积极稳妥推动债券市场对外开放…为境外投资者提供更加友好、便利的投资环境。
深化金融供给侧结构性改革，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系…充分发挥开发性、政策性金融在支持经济结构转型和高质量发展中的作用…提高经营管理水平和风险控制能力。	进一步推进金融机构改革，不断完善公司治理，优化金融供给…深化国有商业银行改革…更好服务小微企业、民营企业。**从完善货币、监管、税收等制度入手**，支持中小银行和农村信用社持续健康发展…
继续打好防范化解重大金融风险攻坚战，确保风险总体可控、持续收敛，坚决守住不发生系统性风险的底线…坚持“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的基本方针和政策…把握好抗击疫情、恢复经济和防控风险之间的关系，稳妥推进各项风险化解任务…支持银行特别是中小银行多渠道补充资本和完善治理…增强金融机构的稳健性。	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…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**。

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

3、 风险提示

海外疫情加速恶化，金融风险累积导致政策出现调整。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn