财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

对四季度流动性不必悲观

——央行三季度例会纪要解读

重要会议点评

财信国际经济研究院 伍超明宏观团队

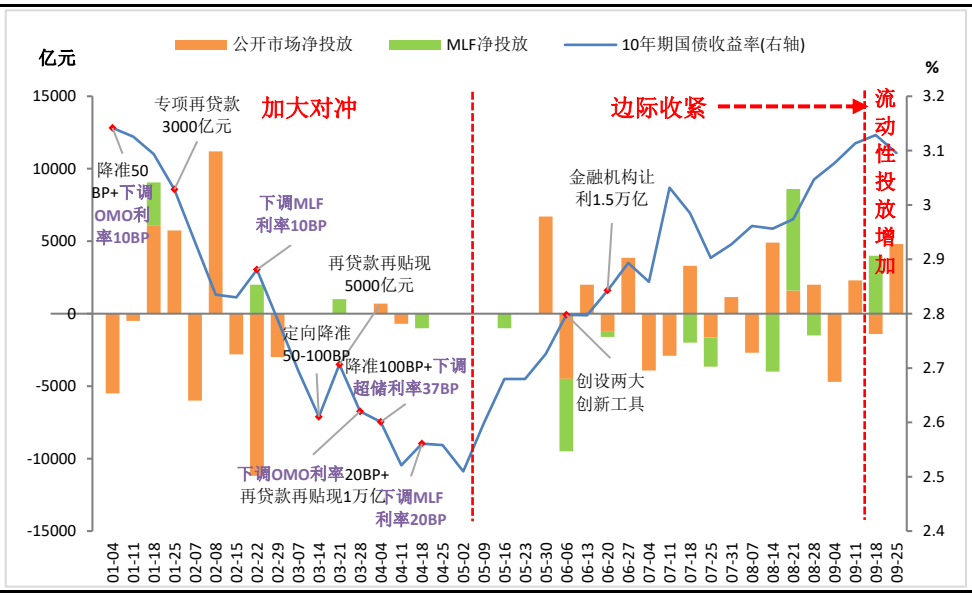
伍超明 胡文艳

9 月 25 日，中国人民银行货币政策委员会 2020 年第三季度（总第 90 次）例会在北京召开。针对会议内容（见表 1），我们认为传递出的货币政策信号如下：

一、对四季度流动性总量不必悲观

判断逻辑如下：**其一**，从会议对货币政策总量的表述看，相比二季度例会，删去了“坚持总量政策适度”内容，同时延续“保持流动性合理充裕”表述，反映出央行对流动性总量目标的管控或边际有所放松。**其二**，从经济基本面的角度看，国内外经济修复斜率放缓，也不支持货币政策继续收紧。如受海外疫情二次爆发影响，9 月份美欧综合 PMI 指数均较上月下降，显示其经济活动已有所放缓，本次会议也强调 “当前境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻”，表明央行对海外疫情和经济不确定性提高，拖累国内经济修复节奏的担忧有所增加。**其三，**从近期央行实施的货币政策操作看，流动性投放已经在增加。如自疫情发生以来，国内货币政策先后经历了 1-4 月份的“加大对冲阶段”和 5-8 月份的“边际收紧”阶段，十年期国债收益率也随着货币政策的调整呈“先下后上”走势（见图 1）。但 9 月份以来，央行通过 MLF 和公开市场操作，净投放流动性的力度明显加大（见图 1），国内货币政策或已进入流动性净增加的新阶段。

图 1：2020 年国内货币政策与利率变化



资料来源：WIND，财信研究院

二、价格方面：降息难现，加快金融让利降成本

对于货币政策利率方面的表述，会议新增“综合施策推动综合融资成本明显下降”和“引导贷款利率继续下行”内容，意味着下一阶段货币政策需着力打通的堵点之一，是继续降低企业综合融资成本。对于如何发力降成本，我们认为可以主要关注两点：

一是四季度降息依旧难现。直接下调 MLF 政策利率，可有效降低 LPR 利率，从而降低企业融资成本，但降息同时也容易加大房价上涨风险，不利于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，或仍得不偿失。**二是加快金融让利，仍是降低企业贷款利率和综合融资成本的主要抓手。**国务院常务会议提出，今年要实现金融让利 1.5 万亿，1-7 月已完成为企业减负共计 8700 亿元，剩余的 6000 多亿元，央行发言人在 8 月 25 日的吹风会上指出，会在当前利率水平下通过疏通利率传导，推动贷款利率略有下降，并落实好各项已出台的政策来实现。因此，**预计未来银行将进一步压降贷款利率与 LPR 利差，引导贷款利率继续下行；同时继续减免服务收费、落实好已出台优惠信贷政策，也是降低企业综合融资成本的重要手段。**

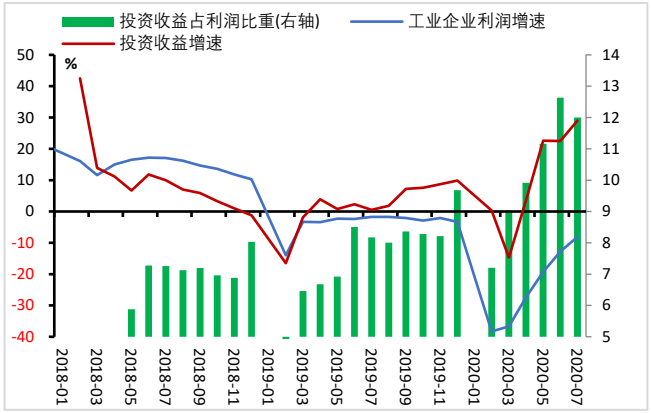
三、结构方面：强调精准导向，严控资金流向

对于结构性货币政策，本次会议着墨较多，体现为三个方面：**一是新增“精准导向”表述；二是提出两个“确保”、一个“切实”**，如“确保普惠小微贷款应延尽延”、“确保新增融资重点流向制造业、中小微企业”、“切实提高普惠小微信用贷款发放比例”；**三是新增“坚持结构调整的战略方向，牢牢把握扩大内需战略基点”内容。**针对上述变化，我们认为下一阶段货币政策着力打通的另一堵点，将是严控资金流向，加大对制造业和小微企业的融资支持，同时严防资金漏损进入房地产和金融市场。

会议强调严控资金流向背后，根本原因在于前期资金漏损情况突出，金融服务实体经济质效有待提升。**一是国内楼市供需两旺，流向房地产市场的资金增加较多**，如国内住宅销售和房地产投资已分别连续 4 个月和 2 个月双位数增长，且直接从流入楼市的资金看，居民中长期贷款也已连续三个月保持同比多增 1000 亿元以上；**二是企业用于金融投资的资金增加较多，大量资金进入金融市场。**如从利润数据来看，1-7 月份规模以上工业企业投资收益增速高达 29%，占利润的比重升至 12%，较去年同期提高近 4 个百分点（见图 2）。**三是制造业投资和居民消费恢复偏慢，表明用于上述两项活动的资金仍不足。**如 8 月份国内制造业投资和社会消费品零售总额累计降幅均仍逾 8%，且从非金融企业活期存款增速看，年内改善的力度也有限（见图 3）。

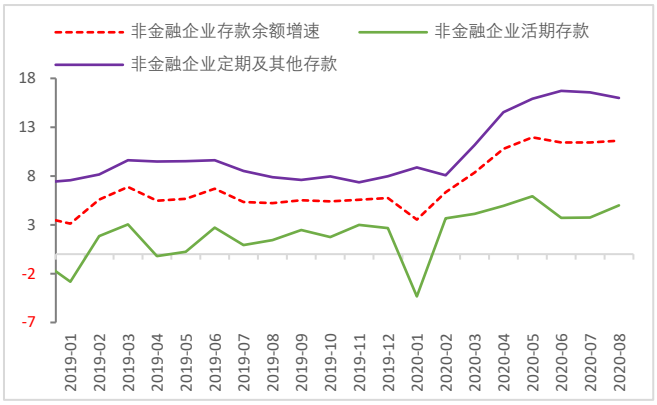
资金漏损大量进入房地产和金融市场，短期将挤占制造业投资和消费需求，拖累经济修复节奏，长期内会加剧金融与实体的背离程度、加大金融风险，与会议提出的“坚持结构调整的战略方向，牢牢把握扩大内需战略基点”背道而驰。因此，无论从短期的“六稳”、“六保”目标，还是从长期经济新旧动能转换发展趋势看，注重货币精准导向均已迫在眉睫。

图 2：工业企业投资收益大幅增加



资料来源：WIND，财信研究院

图 3：企业活期存款增速维持低位运行



资料来源：WIND，财信研究院

四、会议主要内容及对比

表 2 近几次货币政策委员会例会重要内容比较

主要指标		2019 年四季度	2020 年一季度	2020 年二季度	2020 年三季度
经济金融形势	国内	经济增长保持韧性 下行压力仍然较大	经济增长保持韧性 经济下行压力加大	经济增长保持韧性 各类经济指标出现边际改善	经济稳步恢复
	国际	世界大变局加速演变的特征更趋明显	境外疫情扩散蔓延对世界经济产生不利影响	全球疫情和世界经济形势依然严峻复杂	境外疫情和世界经济形势依然复杂严峻
货币政策	总基调	稳健的货币政策要灵活适度	稳健的货币政策要更加注重灵活适度	稳健的货币政策要更加灵活适度	稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向
	流动性	保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，不搞“大水漫灌”	运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕	坚持总量政策适度 综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕	综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕
	利率	降低社会融资成本，坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低	继续释放改革促进降低贷款实际利率的潜力	继续释放改革促进降低贷款利率的潜力	引导贷款利率继续下行 综合施策推动综合融资成本明显下降
	结构性政策	引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度	引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度	引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、民营企业的支持力度	补短板、锻长板，确保新增融资重点流向制造业、中小微企业
稳增长与防风险		平衡好稳增长和防风险的关系	平衡好稳增长、防风险、控通胀的关系	把握保增长与防风险的有效平衡	实现稳增长和防风险长期均衡
政策目标		科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度，着力激发微观主体活力，全面做好“六稳”工作 促进国民经济整体良性循环	加大宏观政策逆周期调节力度，着力激发微观主体活力，全面做好“六稳”工作 促进国民经济整体良性循环	加大宏观政策调节力度，着力稳企业保就业，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务 促进形成以国内循环为主、国际国内互促的双循环发展新格局	坚持结构调整的战略方向，牢牢把握扩大内需战略基点，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务 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

资料来源：人民银行网站，财信国际经济研究院

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，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直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。