

贷款利率边际回升，货币政策逐步正常化

——三季度货币政策执行报告点评



报告发布日期 2020年11月29日

研究结论

事件：11月26日，央行发布2020年第三季度《中国货币政策执行报告》。

- 贷款利率由降转升。**疫情后的逆周期调节使得贷款加权平均利率维持在较低水平，9月贷款加权平均利率比去年12月下降0.32个百分点，但是贷款利率较上季度已有所回升，三季度贷款加权平均利率为5.12%，较二季度上升6BP。分门别类来看，票据作为最敏感的部分，由二季度的2.85%上升至三季度的3.23%，已经接近去年年底3.26%；一般贷款利率为5.31%，较上季度略有提高，但仍低于一季度的5.48%和去年四季度的5.74%；个人住房贷款利率继续下行。在三季度LPR利率不变的背景下，贷款利率回升的主要原因是金融机构的利率加减点区间整体较6月有所下移。这印证了我们前期在《如何解读“当前的贷款利率水平是合适的”？》一文中提到的观点：央行货币政策司长孙国峰在吹风会上指出“实体经济贷款需求仍然十分强劲，说明当前的贷款利率水平是合适的”，意味着当前贷款利率已经到了阶段性的底部，接下来或将平稳或者小幅上行。
- 相比复苏，货币政策执行报告更关注风险。**全球宏观环境方面，潜在的风险包括：（1）疫情持续时间可能超预期；（2）疫情后主要经济体均采取大规模的财政刺激方案，全球为应对疫情采取的财政措施占全球GDP之比约为12%，在此背景下全球范围内的财政可持续性风险；（3）金融风险隐患上升，主要指股市在经济复苏脆弱的情况下强劲反弹，未来一旦面临抛售压力，可能向银行体系传导。国内风险方面，报告强调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。
- 货币政策的主基调强调尽可能长时间实施正常货币政策，稳定杠杆率。下一步，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。**疫情使得宏观杠杆率在短时间内大幅提升，预计明年在GDP加速、货币政策正常化的背景下，宏观杠杆率将基本稳定或有所下降。未来主要任务包括：（1）加大对中小银行发行永续债等资本补充工具的支持力度；（2）积极推进两个直达实体经济的货币政策工具，这也意味着这类工具不会立即因经济修复而退出；（3）引导地方法人金融机构加大对保持就业岗位基本稳定的普惠小微企业的信贷支持力度，切实缓解小微企业还本付息压力，缓解融资难问题；（4）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
- 专栏关注了中央银行资产负债表与货币供应的关系，以及人民币汇率形成机制：**（1）M2增长与央行资产负债表规模、基础货币之间并无固定关联，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。如疫情后实施的降准与再贷款相互抵消，使央行资产负债表规模保持稳定，同时M2和社会融资规模都有明显增长；（2）直达实体经济的货币政策工具落地见效；（3）强调“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”，这一论调在人民币汇率持续升值的背景下尤为值得关注；（4）我国宏观政策有力支持经济复苏。
- 风险提示：**海外疫情持续发酵，对国内逆周期政策的逐步退出构成不利因素；货币政策常态化引发企业违约风险。

证券分析师 王仲尧
021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001

证券分析师 孙金霞
021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

证券分析师 陈至奕
021-63325888*6044
chenzhiyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090001

联系人 陈玮
chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

如何看待金融委会议对当前信用事件的定调？ 2020-11-25

如何看待信用债市场巨震？ 2020-11-17

如何解读“当前的贷款利率水平是合适的”？ 2020-11-09

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1229

