

## 宏观点评

# 史上最晚的央行三季度货币政策报告，有8大信号

**事件：**本周四（2020年11月26日），我国央行发布《2020年第3季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》），《报告》梳理了2020年第三季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况，并展望了四季度中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。同时，《报告》撰写了4个专栏，分别为：专栏1《正确理解中央银行资产负债表与货币供应的关系》；专栏2《直达实体经济的货币政策工具落地见效》；专栏3《走向更加市场化的人民币汇率形成机制》；专栏4《我国宏观政策有力支持经济复苏》。

**核心结论：**应是受近期债券违约事件的影响，本次《报告》是央行历史上最晚公布的一次（2001年首次公布以来，都在11月中旬前；此前最晚是2017年11月17日）。总体看，本次《报告》的重点变化，包括重提“把好货币供给总闸门”、货币供应与反应潜在产出的名义GDP相匹配、突出稳杠杆、首提“健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系”、坚持“房住不炒”等，均延续的是10月21日易纲行长金融街论坛讲话、10月29日五中全会公报和11月3日“十四五”规划建议稿、11月21日金融委维护债券市场稳定的会议等说法。具体看，本次《报告》共释放了8大信号：

**信号1：**央行认为全球经济总体延续复苏但仍脆弱，指出疫情持续时间可能超预期，更担心财政可持续性，并首提“全球金融市场表现与经济基本面脱节，全球股市未来存在回调风险”；央行对中国经济较为乐观，认为增长好于预期，全年大概率正增。

**信号2：**央行认为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，未来需观察疫情、基数和春节错位等对CPI的扰动；维持我们此前判断，CPI将趋落但核心CPI趋升，PPI将趋升并有望明年Q1转正，中性假设下2021年难以显著通胀。

**信号3：**央行重提“把好货币供给总闸门”，货币政策更注重灵活适度、精准导向，“搞好跨周期政策设计”，强调尽可能长时间实施正常货币政策，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。维持我们此前判断，我国货币政策已正式转为稳健中性，当前继续宽松和过快收紧的基础都不具备，短期内将既结构性紧又结构性松。具体看，“尽可能长时间实施正常货币政策”应是指疫情期间超常规货币工具的退出，而非转向全面收紧和加准加息。操作上，央行将继续精准滴灌，既要防止资金流入房地产和空转，稳定宏观杠杆率，避免货币超发叠加直达实体程度更强引发的通胀，又要加大对制造业、中小微企业、绿色、科技、新经济等领域的支持，提示关注本次提出的“促进货币政策与财政、就业、产业、投资、消费、环保、区域等政策目标优化、分工合理、高效协同”。

**信号4：**央行继续强调“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；增强贷款内外定价与LPR的联动性，用改革的办法促进融资成本进一步下行”；我们提示关注均衡利率、贷款加权利率、DR007等市场利率所暗示的货币政策调整空间。

**信号5：**央行强调“货币供应与反应潜在产出的名义GDP相匹配”（多了“反应潜在产出”），并指出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；维持我们此前判断，近期可能迎来信用拐点，预计2021年信贷、社融、M2增速将较2020年回落至少1-2个百分点，2021年信用环境将有所收紧。

**信号6：**央行更突出稳杠杆和防风险，我们预计2021年有可能再度成为监管大年。《报告》首提“健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系”，强调“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”，应是针对近期债券违约事件，旨在健全风险预警体系，避免发生系统性风险。此外，《报告》多次提及稳杠杆，我们认为，随着疫后经济好转，央行将更关注宏观杠杆率的稳定，对应2021年货币、财政均将边际收紧，政策也会更加注重稳增长和防风险的平衡，再考虑到资管新规明年到期，我们预计金融监管很可能成为2021年的政策主线之一。

**信号7：**央行继续强调坚持“房住不炒”，我们提示房地产景气度可能趋于回落。

**信号8：**央行撰写专栏《走向更加市场化的人民币汇率形成机制》，强调坚持市场化方向、增强汇率弹性、注重预期引导；我们认为人民币仍具备升值动能，2021年人民币兑美元汇率有望回到中美贸易摩擦之前的水平。

**风险提示：**政策力度不及预期；疫情超预期演化；中美冲突超预期。

### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

邮箱：hening@gszq.com

### 相关研究

- 1、《宏观定期：高频与政策半月观—RCEP签署，严罚“逃废债”，关注价格普涨的行业信号》2020-11-22
- 2、《宏观点评：信用已宽数月，有何特点？明年呢？——兼评10月金融数据》2020-11-12
- 3、《不会显著通胀是明年基准情形，关注三大变数——兼评10月物价》2020-11-11
- 4、《如何理解央行重提“货币供应总闸门”？》2020-10-23
- 5、《上半年货币政策和财政政策执行报告的8大信号》2020-08-07
- 6、《易纲行长讲话怎么看？金融如何让利1.5万亿？》2020-06-19
- 7、《央行一季度货币政策报告的7大信号》2020-05-10



## 内容目录

信号 1: 央行认为全球经济总体延续复苏, 但仍面临不确定性, 关注疫情持续时间超预期、财政和金融风险等问题; 中国经济增长好于预期, 全年大概率正增, 仍需关注极度宽松货币政策溢出效应、不良贷款上升压力等风险 .....	3
信号 2: 央行认为物价涨幅总体延续下行走势, 未来需观察疫情、基数和春节错位等对 CPI 的扰动; 我们认为 CPI 将趋势性回落, PPI 趋于回升, 中性假设下 2021 年难以发生显著通胀 .....	5
信号 3: 央行重提“把好货币供给总闸门”, 货币政策更注重灵活适度、精准导向, “搞好跨周期政策设计”, 强调尽可能长时间实施正常货币政策。我们认为货币政策将较长时间保持稳健中性, 既结构性紧又结构性松 .....	6
信号 4: 央行继续强调“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”, 我们提示关注均衡利率、贷款利率、DR007 等市场利率暗示的货币政策调整空间 .....	7
信号 5: 央行强调“货币供应与反应潜在产出的名义 GDP 相匹配”, 并指出 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; 我们认为 2021 年信贷、社融、M2 增速均将回落, 信用趋于收缩 .....	8
信号 6: 央行更突出稳杠杆和防风险, 我们预计 2021 年有可能再度成为监管大年 .....	9
信号 7: 央行继续坚持“房住不炒”, 我们提示房地产景气度可能趋于回落 .....	9
信号 8: 央行强调构建更加市场化的人民币汇率形成机制; 我们认为人民币具备升值动能 .....	10
附表: 疫情以来央行表态变化 .....	10
风险提示 .....	14

## 图表目录

图表 1: 2020 年全球经济将大幅萎缩 .....	3
图表 2: 2020 年中国是唯一保持正增长的主要经济体 .....	3
图表 3: 2020 年全球政府债务率将大幅攀升 .....	4
图表 4: 2020 年宏观杠杆率持续攀升 .....	5
图表 5: 2020 年商业银行不良贷款比例走高 .....	5
图表 6: 预计 11 月 CPI 降、PPI 升 .....	6
图表 7: 总闸门表述和 M2、10Y 国债收益率的关系 .....	6
图表 8: HP 滤波法计算的 2020Q3 产出缺口已小幅翻正 .....	7
图表 9: 2020 年以来贷款利率已经大幅下降, 但 Q3 边际走高 .....	8
图表 10: 2020 年 6 月以来市场利率持续攀升 .....	8
图表 11: 2021 年贷款、社融和 M2 预测表 .....	9
图表 12: 美元持续走弱, 人民币总体趋于升值 .....	10
图表 13: 疫情以来央行表态变化 .....	11

本周四（2020年11月26日），我国央行发布《2020年第三季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》），《报告》梳理了2020年第三季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况，并展望了四季度中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。同时，《报告》撰写了4个专栏，分别为：专栏1《正确理解中央银行资产负债表与货币供应的关系》；专栏2《直达实体经济的货币政策工具落地见效》；专栏3《走向更加市场化的人民币汇率形成机制》；专栏4《我国宏观政策有力支持经济复苏》。

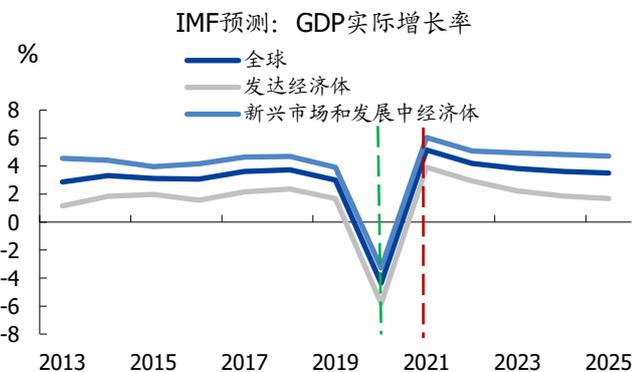
总体看，应是受近期债券违约事件的影响，本次《报告》是央行历史上最晚公布的一次（2001年首次公布以来，都在11月中旬前；此前最晚是2017年11月17日）。本次《报告》的重点变化，包括重提“把好货币供给总闸门”、货币供应与反应潜在产出的名义GDP相匹配、突出稳杠杆、首提“健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系”、坚持“房住不炒”等，均延续的是10月21日易纲行长金融街论坛讲话、10月29日五中全会公报和11月3日“十四五”规划建议稿、11月21日金融委维护债券市场稳定的会议等说法。具体看，本次《报告》共释放了8大信号：

### 信号 1: 央行认为全球经济总体延续复苏,但仍面临不确定性,关注疫情持续时间超预期、财政和金融风险等问题;中国经济增长好于预期,全年大概率正增,仍需关注极度宽松货币政策溢出效应、不良贷款上升压力等风险

央行认为全球经济总体延续复苏。《报告》指出“全球经济总体延续复苏态势，部分经济体经济指标继续边际改善，也要看到近期新冠疫情反复，未来仍面临不确定性”，（二季度为“上半年，新冠肺炎疫情对全球经济增长的冲击显现，近期随着复工复产推进，部分经济体经济指标逐步改善。PMI回升的经济体包括美国、土耳其、巴西等”，一季度为“今年全球经济衰退已成定局，发达经济体增速面临下跌，新兴市场经济体或将集体遭遇失速”）。

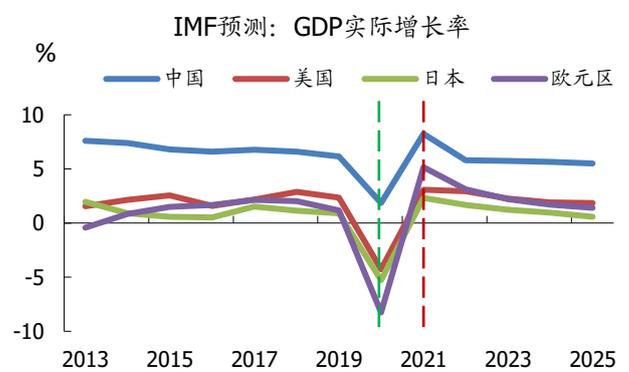
根据国际货币基金组织10月的预测，预计2020年全球实际GDP萎缩4.4%（2021年增长5.2%），其中发达经济体萎缩5.8%（2021年增长3.9%）、新兴市场和发展中经济体萎缩3.3%（2021年增长6%），中国、美国、日本、欧元区2020年实际GDP增速可能分别为1.9%、-4.3%、-5.3%、-8.3%（2021年分别为8.24%、3.1%、2.3%、5.2%）。

图表 1: 2020 年全球经济将大幅萎缩



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2020 年中国是唯一保持正增长的主要经济体

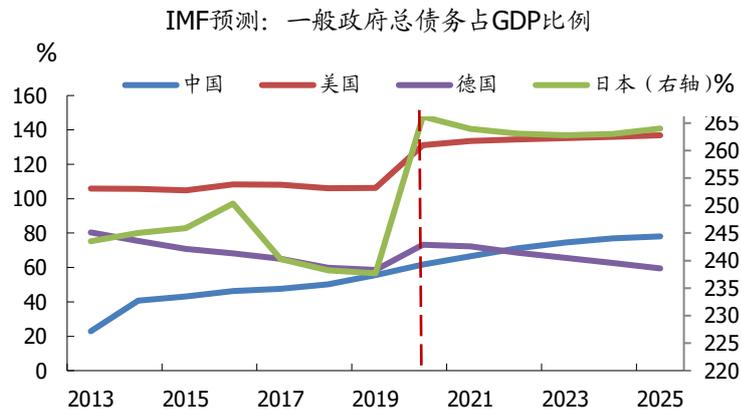


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

央行更为关注全球疫情持续可能超预期、财政和金融风险。往后看，央行认为“国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增加，国内经济还面临不少挑战”。《报告》提出值得关注的三点问题：1) 全球疫情持续时间可能超预期，影响全球经济复苏，疫苗有效性尚待观察。2) 财政可持续性风险值得关注。央行对财政风险的担忧较 Q2 报告提升，Q2 表述为“政府部门大力度的疫情应对和救助措施推升了短期财政赤字和政府债务水平”。Q3 则明确指出“部分国家公共部门和实体部门债务攀升，财政可持续性面临严峻挑战，全球公共债务未来很可能继续攀升”，并结合 IMF 表述呼吁政府提高财政支出效率。3) 金融风险隐患上升。央行对金融风险的担忧较 Q2 提升，Q2 表述为“金融市场存在风险隐患”，Q3 则明确提出“金融市场表现与经济基本面脱节，全球股市强劲反弹，未来存在回调风险”，并提示了非银机构流动性错配问题，资本市场估值缺乏经济基本面支撑。

整体看，Q1 央行的担忧聚焦在疫情不确定性、全球供需双侧冲击、局部金融风险积累和全球宏观政策空间压缩。Q2 重点在担心复工复产可能带来部分经济体的疫情反弹，企业破产潮、降级潮，全球杠杆率攀升，金融市场大幅波动和地缘政治、经贸摩擦等外部不确定性因素。Q3 聚焦在疫情持续超预期、财政可持续风险和金融风险。我们提示，后续也当重点关注疫情期间超宽松政策退出可能带来的负面影响，包括政府债务压力、银行不良贷款、资产价格调整风险等。

图表 3: 2020 年全球政府债务率将大幅攀升

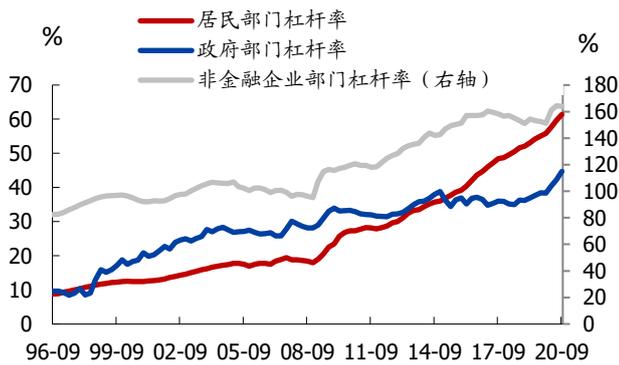


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

《报告》认为国民经济延续复苏，全年大概率正增。《报告》提出“前三季度，国民经济延续稳定恢复态势，经济增长好于预期，供需关系逐步改善，市场活力动力增强，实现全年经济正增长是大概率事件”，二季度为“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”，整体看，央行认为 Q3 我国经济延续稳步复苏，全年将实现正增长。

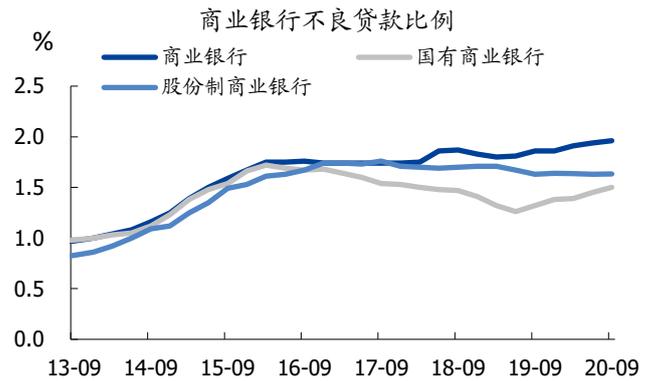
同时，《报告》肯定了今年宏观政策对经济复苏的支持作用。《报告》在专栏 4《我国宏观政策有力支持经济复苏》中肯定了我国 2020 年为应对疫情采取的货币和财政政策，“宏观政策力度合适、精准发力、及时落地、充分落实，”并且特别指出有效控制疫情、政策节奏合适、精准导向、不搞大水漫灌的特点。特别地，中国生产率先恢复在某种程度上承担了全球最后供应商的角色，应是指我国疫后防疫物资、宅经济、出口替代等效应为全球产业链恢复和我国经济作出了贡献。

图表4: 2020年宏观杠杆率持续攀升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 2020年商业银行不良贷款比例走高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

展望未来,《报告》认为经济增长为宏观杠杆率长期保持合理创造了条件,也提出了我国经济面临的挑战,包括极度宽松货币政策的溢出效应、保护主义、单边主义上升、全球产业链供应链冲击、防范疫情输入和国际经济金融风险等压力。此外,《报告》关注到“疫情冲击带来的金融风险存在时滞,未来不良贷款有上升压力”。

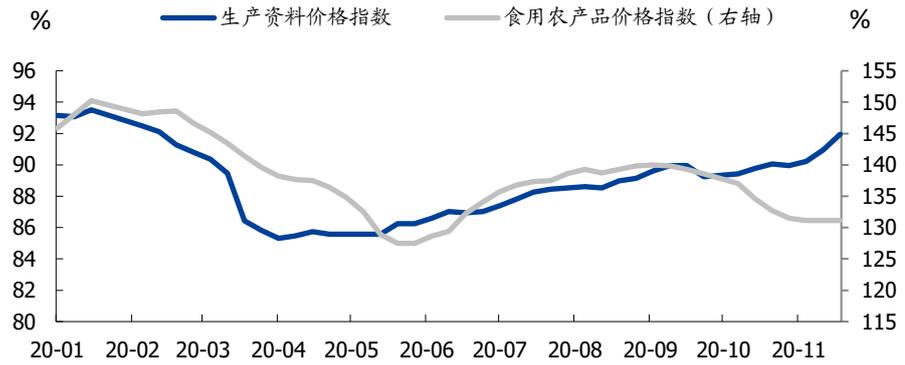
## 信号 2: 央行认为物价涨幅总体延续下行走势,未来需观察疫情、基数和春节错位等对 CPI 的扰动; 我们认为 CPI 将趋势性回落, PPI 趋于回升, 中性假设下 2021 年难以发生显著通胀

《报告》认为我国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。《报告》指出 7、8 月份肉菜类价格有所回升主因受汛情影响,近期已趋于回落,初步估计全年 CPI 涨幅均值将处于合理区间。工业生产复苏、内外需回暖对 PPI 形成支撑。展望未来,央行认为“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。总体看,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”。

展望四季度, CPI: 预计 11 月食品环比继续下降,带动 CPI 同比回落至 0%附近,12 月延续低位。PPI: 截至 11 月 20 日生产资料价格指数环比上涨 1.38%,对应 PPI 环比有望上涨 0.3%左右, PPI 同比升至-1.7%附近,12 月有望继续小升。

展望 2021 年,基于供需变化和基数效应等中性假设,2021 年将是温和通胀,难以发生显著通胀,需警惕猪价、油价等因素对 CPI 和 PPI 节奏的扰动。CPI: 年底至 2021Q1 个别月份同比可能为负,2021 年前低后高,节奏上 Q2 和 Q4 可能面临两次阶段性上行,中枢大概率低于今年。其中,关注猪价对 CPI 的拖累,以及核心 CPI、非食品 CPI 的回升。不确定性在于实体修复程度、疫苗量产效果、货币乘数和货币流通速度的变化对通胀的扰动。PPI: 年底小升,2021 年 Q1 末大概率转正,趋势上 2021 年整体上行,节奏方面,受油价低基数影响,4-5 月份 PPI 同比可能快速大幅冲高,Q2 和 Q4 面临两次阶段性上行。其中,关注内需修复、疫苗量产带动的全球补库、大宗商品涨价(特别是受基数影响,油价同比可能波动较大)等对 PPI 的提振,而输入型通胀的幅度也与人民币兑美元升值的幅度相关。此外,2021 年可能面临核心 CPI 和 PPI 双升局面,但中性假设下尚难引发货币政策的快速收紧。

图表6: 预计11月CPI降、PPI升



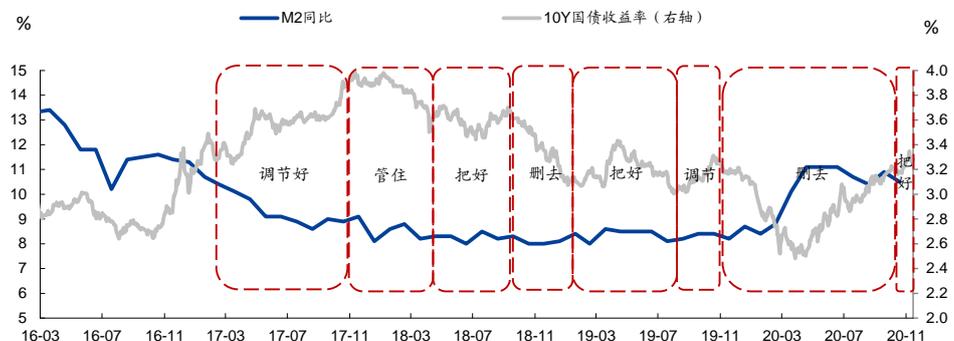
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**信号 3: 央行重提“把好货币供给总闸门”，货币政策更注重灵活适度、精准导向，“搞好跨周期政策设计”，强调尽可能长时间实施正常货币政策。我们认为货币政策将较长时间保持稳健中性，既结构性紧又结构性松**

《报告》延续强调“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”，我们提示关注重提“把好货币供给总闸门”、强调“尽可能长时间实施正常货币政策”，以及“不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来”。

1) 重提“把好货币供给总闸门”，并非意味着货币政策快速全面收紧。该表述延续央行行长易纲在 2020 金融街论坛上的讲话。我们在报告《如何理解央行重提“货币供应总闸门”？》中曾指出，以央行货币政策执行报告为主要参照，可以发现 2016 年以来，当央行删去“总闸门”的时候，货币政策更为宽松，例如 2019 年 1 月实行了全面降准；2019 年 11 月以来三次 MLF 降息 35BP，2020 年 1-9 月三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元。央行提起“总闸门”时也进行过定向降准（2018 年 1 月、4 月、7 月、10 月）。此外，“调节好总闸门时”10Y 国债收益率一般上行、M2 下行，“管住、把好、删去总闸门”时利率和 M2 均为震荡。因此，“总闸门”提法的变化可能只预示货币政策基调的边际变化，而无法准确判断货币政策是否真正全面收紧，尤其是无法得出会转向为加息加准的结论。

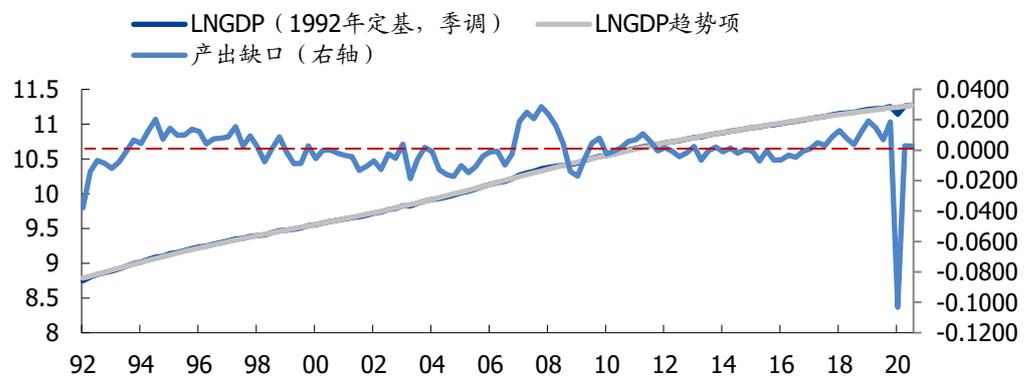
图表7: 总闸门表述和 M2、10Y 国债收益率的关系



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2) “尽可能长时间实施正常货币政策”我们理解为疫情期间超常规货币工具的退出，而不是转向为全面收紧甚至加准加息。一方面，鉴于2021年中性情况下通胀压力并不算太高，疫情和全球经济仍存不确定性，债务违约风险和不良贷款压力提升，货币政策快速收紧必要性不大。需关注疫苗落地对经济和通胀的实质影响，以及2021Q1末小微延期贷款到期对货币政策可能的扰动。另一方面，在失业率下降、经济回升情况下，货币政策再宽松必要性也不大。因此，我们认为货币政策有望较长时间保持稳健中性的总基调，即：不会进一步宽松但也不会快速的实质性收紧，“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”。在操作层面，更加注重精准滴灌，既要防止资金流入房地产和空转，稳定宏观杠杆率，避免货币超发叠加直达实体程度更强引发的通胀；又要加大对制造业、中小微企业、绿色、科技、新经济等领域的支持。特别地，本次《报告》提出“促进货币政策与财政、就业、产业、投资、消费、环保、区域等政策目标优化、分工合理、高效协同”。

图表 8: HP 滤波法计算的 2020Q3 产出缺口已小幅翻正



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

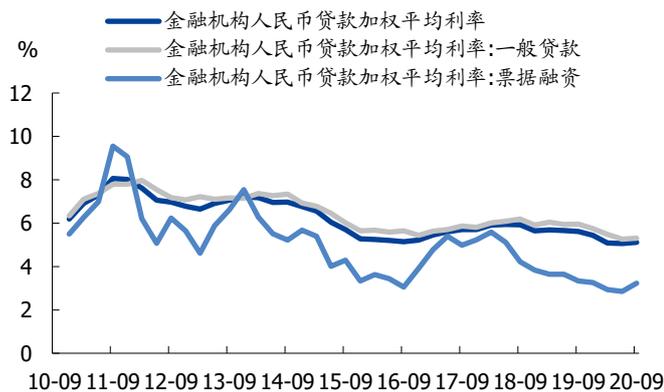
## 信号 4: 央行继续强调“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”，我们提示关注均衡利率、贷款利率、DR007 等市场利率暗示的货币政策调整空间

关注均衡利率和贷款利率、市场利率暗示的货币政策调整空间。《报告》指出“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”。一方面，10月14日第三季度金融统计数据新闻发布会上，孙国峰司长曾提出“市场利率围绕央行政策利率运行，利率水平与当前的经济基本面总体是匹配的”。另一方面，10月18日央行周诚君曾在中国宏观经济论坛宏观经济热点问题研讨会上表示：“市场利率水平低于均衡自然利率水平，没有多少空间去降低利率，也为中国央行保持常态化货币政策提供了某种程度的理论支撑”。此外，根据中债研发中心<sup>1</sup>，基于动态随机一般均衡模型（DSGE），给定GDP增速5%，对应我国均衡利率水平（10Y国债收益率）为2.6%；若考虑疫情冲击下GDP增速下降，给定GDP增速3%，CPI 3%，M2取GDP增速与CPI增速之和，对应均衡利率为1.85%。因此，由于测算均衡利率的方法不同，结果存在差异，难以仅根据均衡利率判断降息空间。

<sup>1</sup> 李威（中债研发中心）《我国均衡利率估算和国债收益率曲线研究课题系列研究——调整GDP增长率目标值》。

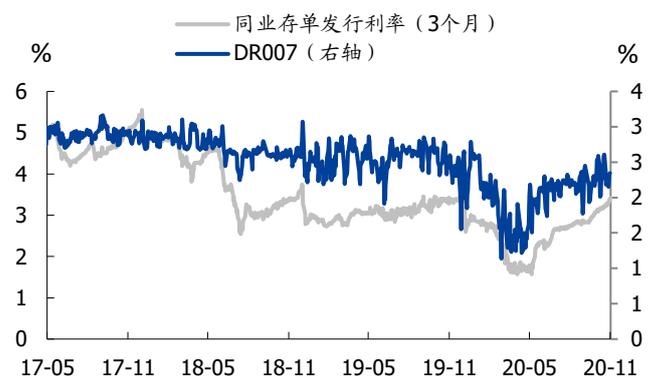
我们持续提示观察央行政策是否真正转向,可以盯住两大利率:一是贷款加权平均利率。根据我们测算,金融机构让利 1.5 万亿的任务需贷款加权平均利率降低 50BP 左右。截至 2020 年 9 月末,金融机构贷款加权平均利率为 5.12%,较 2019 年底下降 32BP;其中,一般贷款加权平均利率为 5.31%较 2019 年底下行 43BP;企业贷款加权平均利率为 4.63%,较 2019 年底下降 49BP。由此来看,贷款利率下行幅度较大,反映了近期再降息必要性不大。《报告》指出截至 10 月末,已实现让利 1.25 万亿元,全年可实现 1.5 万亿目标也反映了这一点。二是 DR007 等市场利率。受货币边际收紧、打击资金空转、信用风险冲击等影响,6 月以来 DR007 和同业存单利率趋势上行。11 月 DR007 均值已经超过政策利率 (2.2%)。利率回升表明货币政策已回归中性,央行流动性投放也较为克制。但鉴于 Q3 贷款利率和短端市场利率已经较 Q2 上行,在降低社会融资成本的诉求下,货币政策也不宜过快收紧。

图表 9: 2020 年以来贷款利率已经大幅下降,但 Q3 边际走高



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 2020 年 6 月以来市场利率持续攀升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**信号 5: 央行强调“货币供应与反应潜在产出的名义 GDP 相匹配”,并指出 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;我们认为 2021 年信贷、社融、M2 增速均将回落,信用趋于收缩**

《报告》延续 10 月 21 日易纲行长在 2020 金融街论坛上的讲话,强调“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,保持宏观杠杆率基本稳定”,Q2 为“保持货币

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\\_1248](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1248)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>