

稳定宏观杠杆率将逐渐成为政策重点 ——三季度货币政策执行报告要点

报告导读

11 月 26 日，央行发布三季度货币政策执行报告，核心要点有：①报告摘要首次提出保持宏观杠杆率稳定，应给予重视，预计后续稳定宏观杠杆率将逐渐成为政策重点；②市场利率围绕政策利率波动，意味着 DR007 围绕 2.2% 宽幅波动概率比较大；③淡化 M2 与基础货币关系，2021 年一季度开始紧信用概率较大；④结构性货币政策最后退出，减少信用系统性收缩冲击；⑤市场化形成人民币汇率，未来保持升值概率大。

□ 一、报告摘要首次提出保持宏观杠杆率稳定，应给予重视

报告摘要的下阶段政策展望中首次提出“保持宏观杠杆率基本稳定”的措辞，我们认为应给予重视，这与易纲行长 10 月两次“把好货币供应总闸门”及金融稳定报告“实现稳增长和防风险长期均衡”等措辞相呼应，体现出央行对金融稳定问题的关注，预计后续稳定宏观杠杆率将逐渐成为政策重点。我们通过社融增速预测值初步估算今年末我国宏观杠杆率水平大概率突破 280%，全年上行幅度超 20 个百分点，未来保持宏观杠杆率稳定，一方面来自于经济基本面趋稳、杠杆率分母端的贡献，另外一方面也意味着信贷、社融等实体部门负债端数据将经历压降的过程，即明年一季度大概率出现紧信用。我们预计明年信贷新增约 19 万亿，社融新增约 32 万亿，较今年分别回落 1、3 万亿左右，增速分别降至 11% 和 11.2%，宏观杠杆率的稳健也体现跨周期调节之要义，为下一轮经济周期波动预留更大的政策空间。

□ 二、市场利率围绕政策利率波动，意味 DR007 围绕 2.2% 宽幅波动概率比较大

报告指出，三季度央行引导货币市场利率围绕公开市场操作利率在合理区间内平稳运行，利率波动性进一步下降。在下阶段政策思路中继续强调“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”，我们认为市场利率围绕政策利率波动具体而言即政策利率发挥利率中枢的作用，DR007 围绕着 7 天逆回购利率（当前为 2.2%，短期内调整的概率不大）上下波动。10 月末以来，DR007 波动率加大，且位于 7 天逆回购利率上方的天数增多，我们预计未来 DR007 围绕 2.2% 宽幅波动概率比较大。

□ 三、淡化 M2 与基础货币关系，2021 年一季度开始紧信用概率较大

报告通过专栏详细论述了中央银行资产负债表与货币供应的关系，文中指出，广义货币 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，广义货币创造的直接主体是银行而非央行，M2 是由银行通过贷款等信用扩张创造而来，是由银行自主实现的，并不需要用到基础货币，银行贷款创造存款后所产生的缴纳法定准备金的需求，央行既可以通过缩表的降准对冲，也可以通过扩表的再贷款工具提供，进而形成不同的基础货币规模，而货币乘数仅是受两者影响的一个数据结果，总的来说，不宜简单根据央行资产负债表扩张幅度、货币乘数来衡量货币政策效果。截

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

至 10 月末，我国 M2 增速 10.5%，较去年底大幅高出 1.8 个百分点，货币乘数 7.11，位于 7 上方的历史高位，在强调“跨周期调节”、“把好货币供应总闸门”的情况下，未来 M2 增速的下行将是较为确定的趋势，我们坚持认为 2021 年一季度开始紧信用概率较大。

□ 四、结构性货币政策最后退出，减少信用系统性收缩冲击

对于未来政策展望，央行强调进一步落实和发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的牵引带动作用，强化对稳企业保就业的金融支持。今年疫情后，央行通过全面宽松+结构调控并举的方式迅速维稳经济，不仅总量适度，且精准施力，随着总量宽松政策的逐步退出，结构性货币政策仍在持续发力，继续为涉农、小微、民营和受疫情影响较重行业等薄弱环节进行托底支持，尤其是两项直达实体的货币政策工具仍在精准调控，对于保就业、稳增长起到至关重要的作用。对于这部分主体而言，其受疫情冲击大，而资金链较为脆弱，结构性货币政策定向支持、最后退出，能够切实减少信用系统性收缩的风险。

□ 五、市场化形成人民币汇率，未来保持升值概率大

对于汇率，央行强调“走向更加市场化的人民币汇率形成机制”，我们认为我国将继续完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，保持人民币汇率弹性。近期随着人民币汇率波动升值，人民银行将远期售汇业务的外汇风险准备金率由 20% 下调为 0，银行陆续主动将人民币对美元中间价报价模型中的“逆周期因子”淡出使用，有助于人民币汇率机制市场化推进，也有助于更好地发挥汇率调节宏观经济和国际收支的自动稳定器作用，促进内部均衡与外部均衡的平衡。我们预计未来人民币保持升值概率大，疫情后我国经济率先复苏，中国基本面对全球占优；我国货币政策回归正常化，5 月以来边际收紧短端流动性，市场利率上行，中美利差走阔。除此之外，我国贸易顺差持续扩大，结汇率较为稳定的情况下，银行间外汇市场人民币供需结构发生变化，推升人民币汇率；美国内部矛盾升温，中美博弈阶段性弱化也是人民币汇率有利因素。预计今年末至明年汇率波动中枢 6.5，波动区间为 6.3-6.7。

风险提示：经济基本面回升幅度加大，货币政策收紧超预期；信用违约事件集中爆发，引发信用收缩风险。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_1249

