

2020年10月26日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-61981316樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

货币政策的三点考虑

——易纲行长金融街论坛讲话点评

相关报告

《3季度经济数据点评：消费、制造业需求恢复降低对基建投资依赖》——2020-10-20

《9月贸易数据点评：出口持续强劲、进口明显超预期》——2020-10-13

《9月PMI数据点评：制造业全面复苏》——2020-09-30

《8月份经济数据点评：更加平衡的经济复苏》——2020-09-16

《近期经济形势前瞻：年底前经济超预期的因素有哪些？》——2020-09-14

事件：

10月21日，中国人民银行行长易纲在2020金融街论坛上发表演讲。他表示“随着疫情对我国经济冲击高峰过去，有的政策已经顺利完成阶段性任务……货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动。”引发市场广泛关注。我们认为易行长的表态是对5月-9月货币政策紧缩的总结，并不意味着货币政策年内会继续收紧。我们也对易行长“保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”“尽可能长时间实施正常货币政策”等热点表述做出解读。

投资要点：

- **把好货币政策总闸门的表态并不意味着货币政策短期会进一步紧缩，但是社融及货币增速可能会逐步回落。**虽然根据以往的经验，“总闸门”的提法与货币政策的紧缩有一定关联，但是从近期货币政策的操作以及货币政策前瞻性的考虑，我们继续维持年内货币政策仍然会维持稳定的判断。前期货币政策的紧缩对应的而是下半年中国经济比较确定的复苏。而前瞻性的观察2021年上半年的经济，剔除掉高基数之后的经济增长仍有相当不确定性。一方面，制造业投资以及海外经济在疫苗进展顺利的情况下有超预期的可能性；一方面，财政政策的退出、地产的调控、以及海外疫情的扩散和疫苗的难产也都意味着风险因素也不宜低估。因此，我们认为货币政策的取向可能要到明年一季度经济增长态势更加明朗之后才会明显。当然，“从平滑宏观杠杆率波动”的表述来看，政策目标更着眼于相对温和的“稳杠杆”而非“去杠杆”。

虽然货币政策继续保持中性，但是社融同比增速乃至广义货币同比增速都可能有所滑落。包括针对房地产的调控、政府债券发行高峰的过去意味着对于货币的需求可能有所下降。当然，货币需求的下降不见得意味着总需求的下滑，居民消费倾向的回升、企业自有资金投资意愿的增强都意味着不需要信贷扩张而能对总需求构成支撑的力量在增强。实际上，伴随着经济向疫情前的状态回升，社融与经济之间的关系也会逐步向疫情前回归——2021年我们会面临一个比2020年明显缩窄的社融增长与名义GDP增长的裂口。

- **“保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”暗含了通胀稳定与就业稳定。**潜在增速指的是在各种资源得到

充分使用的条件下，所能达到的经济增长率。这里讲的资源包括自然资源，也包括人口与劳动力的供应、资本积累、技术进步和管理，还包括制度安排和经济政策等，是总供给增长的水平。货币政策调控总需求，使得货币政策与反映潜在产出的名义国内生产总值增速匹配，就是使得总需求与总供给基本匹配，也就暗含了就业充分与通货稳定的含义。我们预计当前潜在的 GDP 增长率应该在接近于 6% 的水平。

- **“尽可能长时间实施正常货币政策”既反映出央行对长期利率走低的担忧，也反映出央行对于改革的期盼。**“正常货币政策”与非常规的货币政策相对应。在短期利率降低到 0 以后继续宽松的货币政策，比如说量化宽松（QE）、负利率等就不是正常的货币政策。一般而言，中央银行的货币政策并不是由央行单方面所决定的，需要与中性利率匹配，而中性利率本质上还是总需求与总供给平衡的利率水平，是实体经济运行的结果。

从易行长“尽可能长时间”的表述来看，我们认为人民银行对于长期利率下行、中国在某些时候可能也会面临使用非常规货币政策是有担心的。过去二十多年全球真实利率的下行有包括人口老龄化、贫富差距扩大等诸多原因，这些因素目前看还没有逆转的趋势，有可能导致全球包括中国的中性利率持续下行。当然，就我们看来“尽可能长时间”可能也隐含了央行对于改革的期盼。如果通过改革可以提升实体经济的回报，对中性利率构成支撑，才有可能“尽可能长时间实施正常货币政策”。

风险提示：经济政策低于预期，国内外疫情、中美关系超预期恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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_1871

