

把好货币供应总闸门意味着什么？ ——从稳就业到金融稳定货币政策目标的渐进切换

核心观点

易纲行长在 2020 金融街论坛上题为“坚持稳健的货币政策 坚定支持保市场主体稳就业”的讲话强调了货币政策稳就业的目标取向，验证了我们一直以来强调的今年稳民生、稳就业是最重要的政策目标的判断。年初以来货币政策以保就业为首要目标，维持稳健略宽松的基调，我们认为当前稳就业的目标基本完成，后续货币政策收紧的原因只可能是金融稳定，需关注货币政策首要目标切换至金融稳定而收紧。易纲行长的讲话提到“把好货币供应总闸门”、“保持正常的、向上倾斜的收益曲线”等表述，均透露出关注金融稳定问题的信号，后续核心跟踪 DR007 走势，关注五中全会后央行公开市场操作。

□ 一、稳就业的目标基本完成

我国央行最终目标较多，包括四项常规目标经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡，一项隐性目标金融稳定，及转轨时期长期目标金融改革开放和发展金融市场。今年政府工作报告没有提出具体的经济增长目标，稳民生、稳就业是今年更重要的政策目标，易纲行长讲话中强调“中国货币政策响应及时有力，总量合理适度，为保市场主体稳就业营造了适宜的货币金融环境”，也验证了我们此项判断。年初以来货币政策以保就业为首要目标，维持稳健略宽松的基调，随着失业率二季度以来逐步企稳，货币政策首要目标缺失，从二季度末逐渐转向稳健灵活适度。9 月全国调查失业率 5.4%，较 8 月继续下行 0.2 个百分点，失业压力继续缓解，完成全年 6.0% 的目标难度较小，我们认为当前稳就业的目标基本完成。

□ 二、当前货币政策收紧的原因只可能是金融稳定

保就业的目标基本完成，当前货币政策收紧的原因只可能是金融稳定。经济增长方面，三季度 GDP 实际同比+4.9%，延续确定性修复态势，预计四季度升至 6% 的合理水平；9 月 CPI 同比+1.7%，猪肉价格见顶，“猪周期”开启下行通道，预计短期内没有通胀压力；国际收支方面，当前外汇储备及外汇占款保持稳定，人民币汇率虽升值幅度较大，但央行着重引导汇率加大双向宽幅波动，预计短期内国际收支可维持基本平衡。因此，货币政策收紧的原因只可能是金融稳定，主要目的是去债市杠杆、稳宏观杠杆，保证一旦出现通胀，货币政策可以顺利收紧。我们提示关注货币政策首要目标由缺失切换至金融稳定而收紧。

□ 三、易纲行长讲话的金融稳定要点有哪些？

首先，易纲行长提到“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，使之在长期维持在一个合理的轨道上”。实际上，今年 10 月 10 日易纲行长在《中国金融》上发表的文章《金融助力全面建成小康社会》中也提到了“把好货币总闸门”的措辞。上一轮“总闸门”的提及还是 2019 年二季度，背景是 2019 年 4 月政治局会议删去“六个稳字”，并重提“房住不炒”，强调以供给侧改革的方式稳定总需求。

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

因此我们认为近期两次“总闸门”表述的提及体现央行较为关注金融稳定问题，此前6月18日陆家嘴论坛上，易纲行长就前瞻性提出“要关注政策的后遗症，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出”；随后，第一财经日报刊登“余初心”文章再次提示金融风险苗头隐现，市场机构需要正确认识特殊政策的阶段性特征。其次，易纲行长提到“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”，与7月底政治局会议“完善宏观调控跨周期设计和调节”而非“逆周期调节”相匹配，体现出货币政策不会“大水漫灌”的决心，预计明年M2及社融增速大概率回归至名义GDP增速水平，有助于稳定杠杆率。最后，易纲行长提出“保持正常的、向上倾斜的收益率曲线”，我们认为当前3.2%附近的10年期国债收益率水平已经隐含对未来经济基本面走势的预期，预计后续10年期国债收益率仍有一定上行空间，主要来自货币政策的收紧带动短端和长端利率同步上行。

□ 四、金融稳定的收紧如何跟踪？

央行关注金融稳定问题，但与其他货币政策最终目标不同，金融稳定目标没有明确的跟踪指标。我们梳理2013年中及2016年四季度-2017年两轮以金融稳定为首要目标的货币政策收紧，央行的初期操作主要体现为收紧短端流动性投放，2013年年中主要通过重启央票发行；2016年主要通过公开市场操作缩短放长、提价保量和提价缩量，最终体现为DR007的上行并持续位于7天逆回购利率上方。因此我们认为后续央行从金融稳定的目标出发收紧货币政策核心跟踪DR007走势，若DR007持续高于7天逆回购利率，将是确认央行收紧流动性的重要信号，关注五中全会后央行公开市场操作。

风险提示：就业状况超预期改善、汇率超预期升值引发国际收支失衡、监管节奏强化，货币政策收紧节奏加快。

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_1878

