

结构性货币政策是未来主要方向

——2021 年三季度货币政策执行报告解读

报告导读

2021 年 11 月 19 日，央行发布 2021 年三季度货币政策执行报告，值得关注的要点有：1、结构性货币政策是货币政策未来典型特征；2、维持信贷稳定增长，防止信用收缩失控；3、外部货币政策变化用汇率灵活性应对；4、超储率低不能作为判断降准的依据；5、存款利率市场化继续推进从上浮比例到加点。

□ 一、结构性货币政策是货币政策未来典型特征

三季度央行继续积极落地结构性政策工具，包括用好新增 3000 亿元支小再贷款额度，实施好两项直达实体经济货币政策工具的延期工作，用好 2000 亿元再贷款额度支持区域协调发展，落实好碳减排支持工具，设立 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款等。我们认为结构性货币政策将是我国货币政策未来典型特征，其中我们重点提示碳减排支持工具的落地，具有短期“定向降息”、长期宽信用的政策效果，有助于信用的定向释放。预计未来结构性货币政策继续定向支持制造业、民营小微企业、绿色发展、高端制造等领域，同时，预计局部地区房地产领域信贷调控或有边际放松，尤其是从满足刚需的角度，首套房按揭贷款政策可能有适当放松。对于总量性宽松工具，我们认为将相对谨慎，准备金率下调窗口在 2021 年四季度和 2022 年一季度，目前倾向于前者，即年内降准窗口仍未关闭。

□ 二、维持信贷稳定增长，防止信用收缩失控

本次报告中，央行在“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”前增加“增强信贷总量增长的稳定性”表述，与 8 月 23 日央行金融机构货币信贷形势分析座谈会上的表述保持一致，此外，央行在本次报告中删除了“总闸门”相关措辞，与上述表述含义一致，我们认为意在防止信用收缩失控。

“总闸门”措辞本轮首提是在 2020 年三季度货币政策报告，2020 年三、四季度表述为“把好货币供应总闸门”，2021 年一、二季度表述为“管好货币总闸门”，历史上“总闸门”的提及及其动词前缀均包含货币政策信息，我们认为本次删除与当前央行信贷调控基调相呼应。今年 8 月 23 日，央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，不仅强调稳定信贷增长，且继续明确重点投向。9 月底人民银行、银保监会于召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放。

近期房地产相关企业信用违约问题有所暴露，其与金融体系关联度高，一旦风险蔓延，容易出现信用收缩失控，甚至存在引发系统性金融风险的可能性，我们认为央行已给予较高的关注。结合政策形势，我们预计后续信贷增速趋稳、社融增速走升的概率较大，但目前信贷结构仍靠票据支撑，企业中长期贷款仍然疲弱，信贷结构不佳，信贷、社融增速的回暖仍是表面变化，核心需关注 2022 年一季度，我们提示“四箭齐发”扩信用开启，信贷结构优化、社融的放量将与经济形势改善同步出现。

□ 三、外部货币政策变化用汇率灵活性应对

央行通过专栏分析“发达经济体货币政策调整及应对”，指出本轮发达经济体放松货币政策较上一轮节奏更快、强度更大，开始调整后推动美元指数上涨、美债收益率上升，可能对新兴经济体产生影响，但对我影响有限，核心原因在于，一是当前我国宏观经济体量扩大，韧性更强；二是我国坚持实施正常的货币政策；三是我国汇率市场化改革取得进展，对外部冲击的吸收能力增强；四是我国金融体系自主性和稳定性更强，人民币资产吸引力增强。

央行观点验证了我们此前的判断，即使美联储进入政策紧缩周期，也不会影响我国货币政策宽松节奏，我国央行货币政策将继续以我为主，增强自主性，根据国内经济形势和物价走势把握好政策力度和节奏。我们认为当前人民币汇率双向波动能够有效发挥其调节宏观经济和国际收支的自动稳定器功能，海外经济体货币政策变化可通过汇率灵活性应对；此外，我国央行在疫情后的转向明显领先，整体节奏领先于美联储，且中美利差当前仍位于 130BP 左右高位（截至 11.18 日为 132BP），

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

远高于历史均值；最后，去年至今大规模贸易顺差的情况下，我国银行间形成较大规模的外汇池子，即便后续我国呈现一定的资本流出，也主要消耗的是银行间外汇池子而非消耗外汇储备。

□ 四、超储率低不能作为判断降准的依据

央行通过专栏讨论“客观看待超额准备金率下降”问题，就短端流动性调控及其政策指示性再次与市场进行了清晰的沟通和预期引导。9月末，金融机构超额准备金率为1.4%，低于多数历史同期水平（仅高于2017年9月末的1.3%），央行在专栏中指出，我国超额准备金率总体呈下降趋势的原因在于我国支付清算系统效率提高、货币市场快速发展、金融机构流动性管理能力增强，加上央行实施存款准备金平均法考核等改革措施，金融机构在确保流动性安全的前提下，超额准备金需求逐步减少。央行强调不能认为超储率下降就意味着流动性收紧，我们认为当前情形下，也不能将超储率低作为判断降准的依据，央行本次的分析意在弱化市场对超储率及其对流动性调控思路的指示性意义，引导市场关注市场利率及其如何围绕政策利率波动，这才是判断流动性松紧程度的科学方法。

□ 五、存款利率市场化继续推进从上浮比例到加点

今年6月21日，人民银行指导市场利率定价自律机制，将存款利率自律上限由存款基准利率浮动倍数改为加点确定，此机制的调整既保障了银行自主定价空间，又能有效约束个别银行的非理性竞争行为。央行披露，机制优化的成效显著，存款市场竞争更加有序，长期存款利率明显下行（活期存款和1年期及以内短中期定期存款利率自律上限基本平稳，2年期及以上的长期定期存款利率自律上限有所降低），定期存款期限结构有所优化。此外，机制优化后，存款在银行之间的分布保持了基本稳定，有利于稳定银行负债成本，进一步推动金融机构将政策红利传导至实体经济，促进贷款利率稳中有降，有利于促进实体部门融资成本下行。

我们认为存款利率自律上限改革以“基准利率+基点”模式确定存款利率定价使得存贷款定价方式趋近，有助于推进存款利率市场化改革。目前我国贷款利率市场化已基本完成，存款利率市场化仍在推进进程中，我们预计未来政策可能培育DR007作为存款利率基准。DR007交易机构为存款类机构，质押品为利率债，以利率债作为质押品，最大程度消除了信用风险溢价，是观察国内资金市场流动性的良好窗口，2016年三季度央行货币政策执行报告中指出，“DR007可降低交易对手信用风险和抵押品质量对利率定价的扰动，能够更好地反映银行体系流动性松紧状况，对于培育市场基准利率有积极作用”。

风险提示：中美博弈激化超预期，全球通胀持续超预期，均可能会后续货币政策形成扰动。

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_29768

