

政策更加灵活，宽松很有可能 ——2021年三季度货币政策执行报告点评

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn

相关报告

1 宏观点评 20211022：财政政策会更积极么？——2021年9月财政数据点评

2 宏观快报 20211027：“减碳”定了哪些目标？——碳达峰碳中和工作政策解读

3 宏观快报 20211027：涨价对利润的拖累结束了么？——2021年9月工业企业利润数据点评

4 宏观快报 20211031：并未结束的利润挤压——2021年10月PMI数据点评

5 宏观快报 20211104：Taper如期而至，加息还有多远？——2021年11月美联储议息会议点评

6 宏观快报 20211107：“虚高”的出口对增长拉动有限——2021年10月进出口数据点评

7 宏观快报 1108：结构性工具并非“答案”——碳减排支持工具落地解读

8 宏观快报 20211110：M2增速续升，社融止跌企稳——2021年10月金融数据解读

9 宏观快报 20211115：经济曲折修复，改善能否持续？——2021年10月经济数据解读

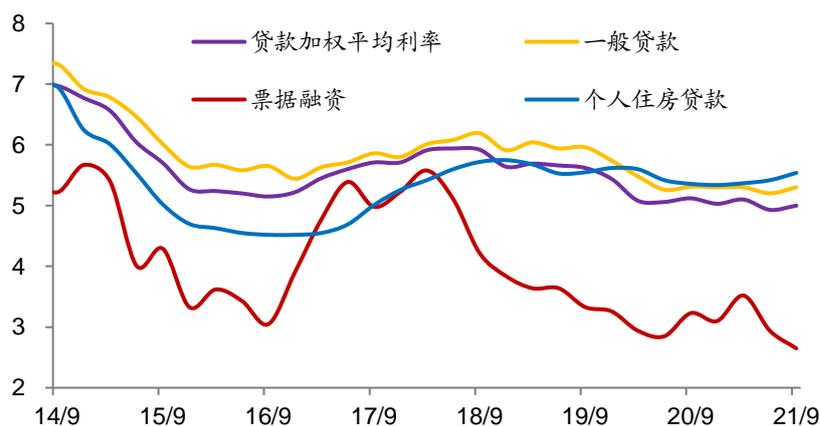
投资要点

- **贷款利率稳中有升。**央行公布三季度金融机构贷款利率较今年二季度回升7bp至5%；其中一般贷款利率上行10bp至5.3%，房贷利率上升12bp至5.54%，仅票据利率下行29bp至2.65%。9月末，金融机构超额准备金率为1.4%，较6月末提高0.2个百分点，但比去年同期低0.2个百分点，创2018年以来同期新低。
- **流动性松紧，看利率而非超储。**今年以来金融机构超储率处于较低水平，市场曾担心这一现象对应着流动性紧张的局面，而央行在专栏中回应了这一关切。央行指出，超储率的降低事实上是货币政策调控机制完善的表现，主要通过下调超额准备金利率、盯住利率精准开展操作、降低货币市场利率波动性和做好流动性跨周期调节等方式降低了超额准备金需求，不应将其看做流动性紧张的信号。市场利率而非流动性总量或超储率才是判断流动性松紧程度的科学指标。这或许意味着，央行一旦存在释放流动性宽松信号的意图，很可能也会采用价格而非数量工具。
- **以改革降成本，金融让利实体。**央行在专栏中提到今年年中存款利率自律上限优化的改革成效，主要体现在三个方面：一是存款利率明显变化，短中期存款利率平稳，长期存款利率明显下降；二是定期存款期限结构优化，定期存款中的长期存款发生额占比有所下降；三是存款在银行之间的分布保持基本稳定。存款利率自律上限优化使得银行负债成本进一步稳定，特别是长期负债成本有所回落，而央行在政策展望中也提到，要“继续推动金融系统向实体经济让利”，这意味着**贷款利率也有望随之下降**。
- **政策以我为主，稳健乃至宽松。**以美国为代表的发达经济体货币政策已经开始调整，并可能会对新兴经济体产生影响。市场担心我国货币政策也会随之被动收紧，而央行在专栏中提到，一方面，当前我国面对的内外环境与上轮发达经济体货币政策调整时相比有明显不同，本轮政策调整对我国影响有限；另一方面，跨周期的政策设计也能够更有效地应对发达经济体货币政策调整带来的外部冲击。因此，我国货币政策依然坚持“以我为主”。央行这一态度表明，即便发达经济体货币政策有所转向，**我们至少会维持目前稳健的政策基调，甚至当国内经济形势和物价走势发生变化的情况下，不排除进一步出台宽松举措的可能**。
- **政策更加灵活，坚持底线思维。**由于三季度我国经济增速较二季度明显下滑，甚至按照两年平均增速来看，已降到5%以下的水平，因此，在三季度货币政策执行报告中，央行对于国内经济展望显得更为谨慎。Q2货政报告中，还只是强调经济恢复的“不稳固、不均衡”，而Q3报告中直接点明“**经济平稳运行的难度加大**”，并认为这是由“阶段性、结构性、周期性”三类因素交织所形成的局面。基于这样的判断，在下一阶段货币政策的思路上，首先，**政策的灵活性可能会有明显加强**。虽然在Q3报告中仍然延续了“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”的表述，但一方面，突出强调了对于“国内外经济形势边际变化的研判分析”，那么，在做好研判的基础上，自然就会通过政策调整来应对边际变化；另一方面，Q3报告中删去了Q2

报告中“坚决不搞‘大水漫灌’”、“管好货币总闸门”和“坚持实施正常的货币政策”三处表述，也预示着下一阶段政策灵活性的提高；其次，**信贷改善多点发力**。Q3 报告中在延续“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”的表述之外，特别加上“**增强信贷总量增长的稳定性**”，以信贷改善为基础的宽信用也将多点发力，包括 3000 亿元支小再贷款、2000 亿元支持区域协调发展再贷款、2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款和尚未披露额度的碳减排支持工具等，信贷和融资增速的改善也有助于缓解经济下行压力；再次，**房地产政策基调未变，但注重平稳**。虽然近期地产调控政策在融资端出现了一定的缓和迹象，但 Q3 报告对于房地产相关政策基本延续了 Q2 报告的表述，主体部分几乎没有变化，只是增加了“配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者的合法权益”，由此可见，一方面，政策后续会更加注重平稳，避免给行业发展带来剧烈波动；另一方面，对于住房消费端融资上应该还是会有所保障；最后，**政策坚守底线，风险因素可控**。在经济增长压力加大的背景下，Q3 报告对于风险防范更加重视，特别是提到要“**坚持底线思维，增强系统观念**”。一方面，政策坚守底线意味着风险反弹回潮、持续扩散的概率不高，风险因素相对可控；另一方面，增强系统观念意味着各类政策的协调性会得到加强，Q3 报告中特别强调“**遵循市场化法治化原则**”，行政化手段或将有所淡化。

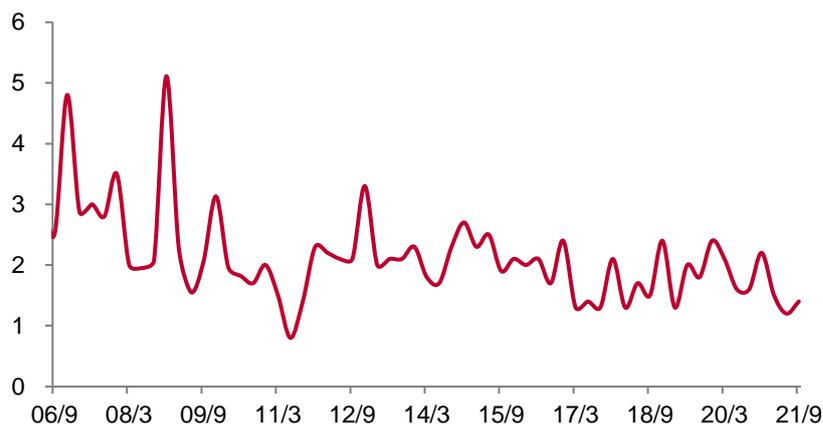
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

图 1: 我国金融机构人民币贷款利率 (%)



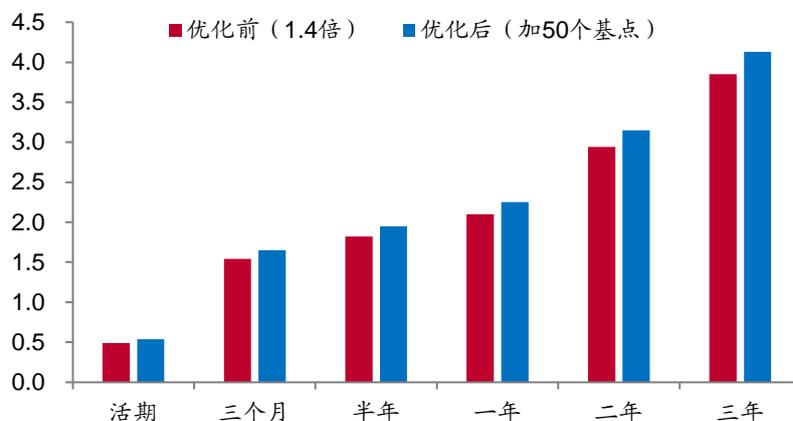
来源: Wind, 中泰证券研究所

图 2: 金融机构超额存款准备金率 (%)



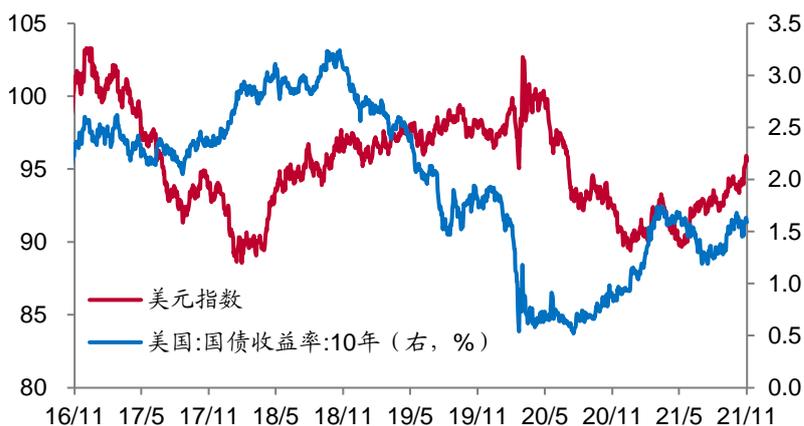
来源: Wind, 中泰证券研究所

图 3: 国有大行存款利率自律上限优化前后利率变化 (%)



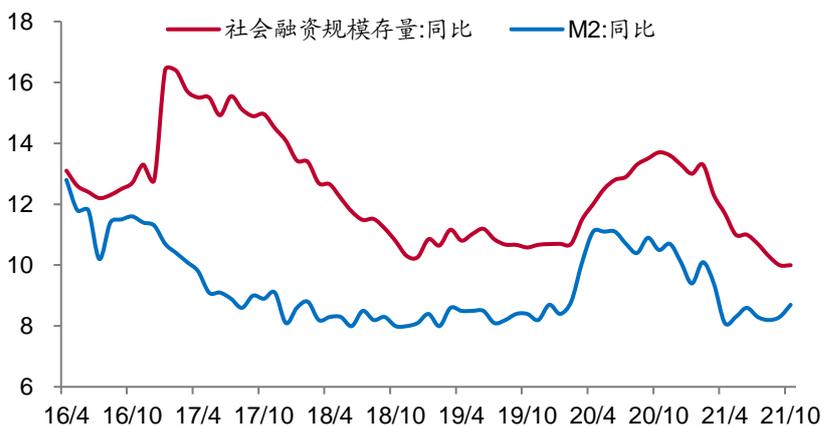
来源: 人民银行, 中泰证券研究所

图 4: 美元指数及美国 10 年期国债收益率



来源: Wind, 中泰证券研究所

图 5: M2 和社融存量同比增速 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

风险提示: 政策变动, 经济恢复不及预期。

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_29773

