

对三季度央行货币政策报告的6点理解

报告日期: 2021-11-20

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五问碳减排支持工具,对大类资产有何影响?》2021-11-09
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_CPI-PPI触底了吗?价格传导如何?》2021-11-10
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_宽信用的梦想与现实》2021-11-11
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_转型的阵痛与喜悦》2021-11-15

主要观点:

- **事件** 2021年11月19日央行发布《2021年第三季度中国货币政策执行报告》。本文对央行货币政策执行报告有以下6点理解:
- **1.经济: 央行认为全球复苏放缓, 通胀时间可能延长; 对国内经济担忧加大。**
全球经济: 央行认为全球经济复苏边际放缓, 疫情反弹可能性持续存在; 供应链阻滞和能源短缺可能会延长海外通胀持续时间; 需高度关注发达经济体政策调整对金融市场和新兴经济体的溢出效应。国内经济: 央行对经济增长担忧加大, 重提“阶段性、结构性、周期性因素”, 首提“保持经济平稳运行的难度加大”; 关注到经济结构调整优化; 专栏提示了近年来我国国际收支运行呈现了两点新特征: 一是国际收支自主平衡格局更加稳固; 二是对外资产持有主体多元化稳步推进, 不再是储备资产高居半壁江山以上的局面。
- **2.物价: 央行认为“通胀压力总体可控”, 我们提示 CPI-PPI 或已触底。**
《报告》延续认为“我国通胀压力总体可控”, 指出“预计四季度 CPI 温和上涨, 总体保持在合理区间内平稳运行; PPI 短期内可能维持高位, 未来考虑到我国是全球主要生产国, 经济自给能力较强, 有利于应对国际大宗商品价格上涨和海外通胀上行的影响”。我们维持此前观点, 即全球看, 预计本轮通胀明年下半年有所缓解, 但长远看来价格波动中枢或有抬升。国内看: 11月 CPI 同比可能受食品涨价提振而继续上行至 2.8% 左右; 展望明年, 综合考虑季节规律、猪价、油价、电价等因素, 我们认为 CPI 同比总体前低后高, 全年可能从今年的 1% 左右升至 2.6% 左右。11月 PPI 同比可能受国内工业品价格下降影响, 同比回落至 12% 左右。展望明年, 综合考虑 PPI 历史特征、全球和国内经济景气度、油价等因素, 预计 PPI 同比趋于回落, 全年累计同比可能从今年的 8% 以上降至 4-5% 左右。综合以上预测, 预计 CPI-PPI 在今年 10 月触底, 之后趋于回升。
- **3.货币政策: 删除“总闸门”, 货币政策稳健偏松, 预计年底年初可能再降准。**
央行表述变化: 货币政策基调方面, 央行时隔 5 个季度再删除“总闸门”, 延续“以我为主、稳字当头”; 货币政策操作方面, 央行强调“做好流动性跨周期调节”, 并延续指出“综合运用中期借贷便利、公开市场操作、再贷款再贴现等多种货币政策工具”, “引导市场利率围绕政策利率中枢上下波动”; 继续落实和发挥结构性货币政策工具的作用, 包括再贷款、再贴现、支小再贷款、区域再贷款、碳减排工具等。此外, 央行利用两个专栏分析了超额准备金率下降和存款利率自律上限调整效果, 表明不能单纯根据流动性总量和超额率判断流动性松紧, 存款利率自律上限调整有利于稳定银行负债成本, 并会进一步促进贷款利率稳中有降。总体看, Q3 货币政策报告对货币政策基调描述稳中偏松。我们判断, 鉴于经济下行压力加大, 年底年初可能再降准。此外, 央行将灵活运用 MLF、OMO 等方式维持流动性平稳, 并运用 3000 亿元支小再贷款、碳减排支持工具进行结构性降成本, 精准加大对小微企业、绿色、科技、新经济等重点领域的支持力度。
- **4.信贷: 延续“增强信贷总量增长稳定性”, 我们预计信用年内可能仅微宽。**
《报告》延续 823 央行货币信贷座谈会表述, 即“增强信贷总量增长的稳定性, 保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配”, 并延续了“保持宏观杠杆率基本稳定”的说法。我们维持前期观点, 鉴于房地产融资政策边际调整, 信用可能企稳走宽, 但宽松幅度或许有限, 年内可能只是“微宽”, 至年底社融存量增速预计回升至 10.5% 左右。明年名义 GDP 同比预计较今年回落, 赤字率和专项债规模可能收缩, 预计社融存量同比可能落在 9%-10% 之间。最大不确定性仍在地产, 需要持续跟踪观察。
- **5.汇率: 延续“汇率基本稳定”, 我们认为人民币短期稳定, 后续仍有贬值压力**
央行延续指出“深化汇率市场化改革, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”, 新增“深化对外货币合作, 发展离岸人民币市场”。7-11 月人民币兑美元累计升值 1.2%, 同期美元指数累计升值 4%。事实上, 期间人民币主要在 9 月中旬至 10 月底持续升值, 主因美元阶段性走弱、出口强劲增加结汇需求、中美关系有所缓和、资本持续流入。往上看, 预计人民币汇率短期稳定, 四季度-2022 年上半年仍有贬值压力。
- **6.房地产和金融风险: 延续“房住不炒”, 强调“底线思维, 系统观念”。**
房地产: 央行延续“房住不炒”提法, 新增“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”, 结合 10.15 发布会看, 央行有望对个贷、开发贷等供给端政策进行边际调整, 但需求端放开较难。金融风险: 央行更加突出“底线思维”、“问责机制”、对系统重要性银行的监管。总体看, 我们预计重点领域风险防范仍将继续, 应主要体现在房地产、地方融资平台(隐性债务)、信托、非标等的收紧, 以及打击垄断和防止资本无序扩张。
- **风险提示**
经济增长不及预期, 政策执行力度不及预期, 房地产下行速度超预期。

正文目录

1 经济：央行认为全球复苏放缓，通胀时间延长；对国内经济担忧加大.....	4
2 物价：央行认为“通胀压力总体可控”，我们提示 CPI-PPI 或已触底.....	5
3 货币政策：删除“总闸门”，货币政策稳健偏松，预计年底年初可能再降准	7
4 信贷社融：央行延续“增强信贷总量增长稳定性”，我们预计信用年内可能仅微宽.....	8
5 汇率：延续“汇率基本稳定”，我们认为人民币短期稳定，后续仍有贬值压力	9
6 房地产和金融风险：延续“房住不炒”，强调“底线思维，系统观念”	10
风险提示：	11

图表目录

图表 1 摩根大通全球综合 PMI 已过高点	4
图表 2 美欧通胀持续攀升	4
图表 3 经济下行压力加大	5
图表 4 消费对经济拉动率提升	5
图表 5 全球供需缺口高位震荡盘整	6
图表 6 全球加权 M2 增速年初以来有所下行	6
图表 7 CPI 和 PPI 测算	7
图表 8 CPI-PPI 测算	7
图表 9 DR007 围绕 7 天逆回购利率平稳波动	8
图表 10 Q3 贷款利率整体较 Q2 小幅提升	8
图表 11 信贷、社融同比增速预测	9
图表 12 三季度以来人民币汇率维持坚挺	10

2021年11月19日央行发布《2021年第三季度中国货币政策执行报告》（下文简称《报告》），就货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行、宏观经济分析、货币政策趋势进行阐述。此外，央行撰写了4个专栏，分别是《客观看待超额准备金率下降》、《优化存款利率自律上限成效显著》、《发达经济体货币政策调整及应对》、《全面准确看待国际收支反映的资金来源与运用》。本文对三季度央行货币政策执行报告有以下6点理解：

1 经济：央行认为全球复苏放缓，通胀时间延长；对国内经济担忧加大

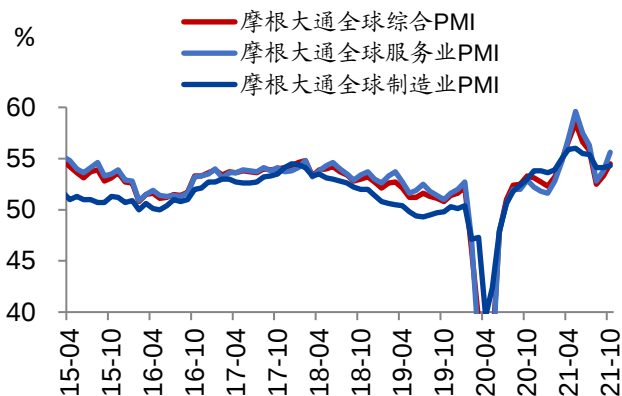
全球经济：央行认为全球经济复苏边际放缓，供应链阻滞和能源短缺可能会延长海外通胀持续时间，需高度关注发达经济体政策调整对金融市场和新兴经济体的溢出效应。

第一，认为全球经济复苏动能放缓，疫情反弹可能性持续存在。《报告》指出“全球经济复苏边际放缓”，“新冠病毒尚在变异发展，疫情反弹的可能性持续存在。受此影响，全球经济活动短期内难以回归常态，复苏动能趋缓”。二季度为“全球经济总体延续复苏但分化严重，近期多国疫情反弹给经济前景带来新的不确定性”。

第二，认为海外通胀持续时间可能更长。《报告》指出“供应链阻滞、能源短缺等冲击不容忽视，这可能会延长海外通胀持续时间”。二季度为“全球供需错配仍然存在，通胀上升会否持续尚待观察”。

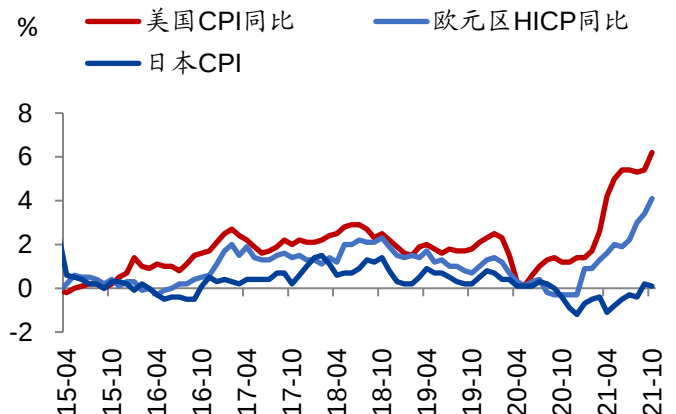
第三，需高度关注发达经济体政策调整对金融市场和新兴经济体的溢出效应。《报告》在专栏3《发达经济体货币政策调整及应对》中指出“近期主要发达经济体货币政策开始调整，本轮发达经济体放松货币政策较上一轮节奏更快、强度更大，开始调整后，推动美元上涨、美债收益率上升，并可能对新兴经济体产生影响，主要表现在资本流出、汇率贬值和金融市场联动效应”，之于对我国，《报告》认为“发达经济体政策调整对我国影响有限。我国货币政策搞好跨周期设计，能够更有效地应对发达经济体货币政策调整带来的外部冲击。下一步稳健的货币政策稳字当头，以我为主，增强自主性，深化人民币汇率市场化改革和深化金融双向开放”。

图表1 摩根大通全球综合PMI已过高点



资料来源：wind，华安证券研究所

图表2 美欧通胀持续攀升



资料来源：wind，华安证券研究所

国内经济：央行对经济增长担忧加大；认为经济结构调整优化；此外专题分析了国际收支的资源来源与运用。

第一，对经济增长担忧加大，重提“阶段性、结构性、周期性因素”，首提“保持经济平稳运行的难度加大”。《报告》认为“经济保持较好发展态势，第三季度我国经济保持

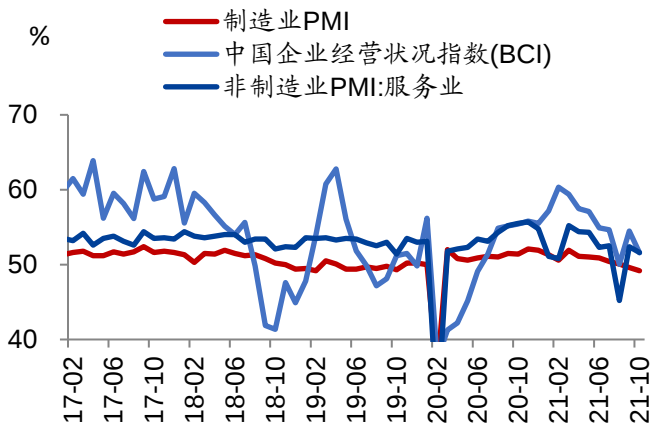
恢复态势，发展韧性持续显现”（Q2 为“经济持续稳定恢复、稳中向好”），“世界百年未有之大变局和新冠肺炎疫情全球大流行交织影响，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复发展面临一些阶段性、结构性、周期性因素制约，保持经济平稳运行的难度加大”（Q2 为“全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”）。

第二，经济结构调整优化。《报告》认为“经济结构调整优化，制造业增加值占比提高，最终消费对经济增长的贡献率提高，单位 GDP 能耗下降”，与之相比，Q2 报告未就经济调整优化进行描述。

第三，加快推动钢铁行业转型升级和高质量发展。2021 年开始，央行在季度的货币政策执行报告中每次会分析一个与“30·60”相关的行业，Q1 为电力行业、Q2 为煤炭行业、Q3 为钢铁行业。《报告》指出“钢铁行业占全国碳排放总量 15% 左右，是制造业中碳排放量最大的行业，‘十四五’时期，钢铁行业仍面临诸多挑战，包括原材料价格高企、产能释放压力上升、低碳改造成本较高等问题。下一步要加快推动钢铁行业转型升级，包括建立多元化稳定可靠的资源保障、稳步推动钢铁产业布局优化和结构调整、加大直接融资支持力度，促进钢铁企业绿色转型”。

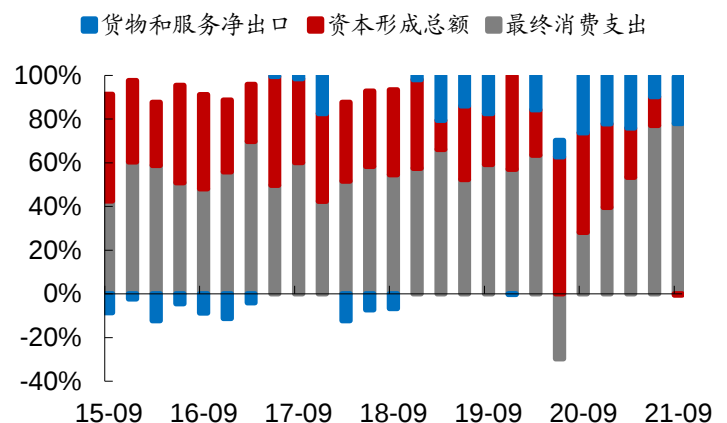
第四，近年来我国国际收支运行呈现新特征。专栏 4《全面准确看待国际收支反映的资金来源与运用》中全面分析和考察了我国对外经济状况和交易项目变动。央行认为“从资金来源看，我国经常账户顺差以及各类外资产净流入，是我国形成对外资产和开展对外投资的基础。从资金运用看，我国民间部门对外资产明显增加。”总体看，我国国际收支呈现了两点新特征：一是国际收支自主平衡格局更加稳固；二是对外资产持有主体多元化稳步推进，不再是储备资产高居半壁江山以上的局面。

图表 3 经济下行压力加大



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 消费对经济拉动率提升



资料来源：wind，华安证券研究所

2 物价：央行认为“通胀压力总体可控”，我们提示 CPI-PPI 或已触底

《报告》延续 Q2 表述，认为“我国通胀压力总体可控”。CPI 方面，《报告》认为“预计四季度 CPI 温和上涨，总体保持在合理区间内平稳运行”（Q2 为“CPI 涨幅处于低位，预计下半年仍将在合理区间内平稳运行”）。PPI 方面，《报告》认为“受大宗商品价格上涨、部分高耗能行业产品提价和低基数等因素影响，PPI 涨幅继续扩大，短期内可能维持高位。展望未来，考虑到我国是全球主要生产国，经济自给能力较强，有利于应对国际大宗商品价格上涨和海外通胀上行的影响”（Q2 为“PPI 涨幅有所扩大，应客观、历史看待”）。

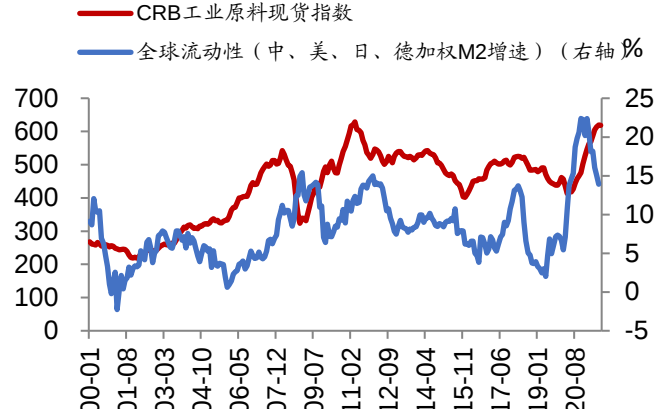
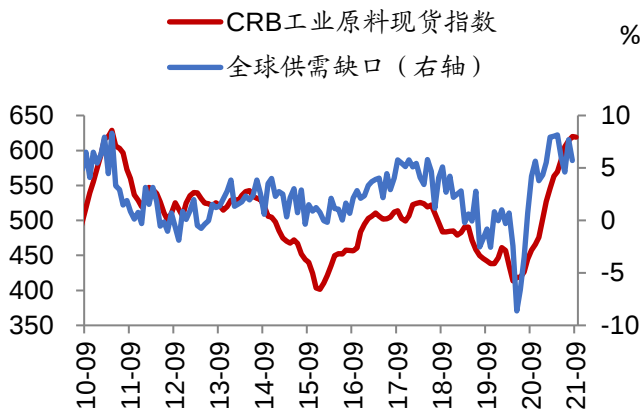
PPI 走高大概率是阶段性的，短期内可能维持相对高位，未来有望趋于回落”。总体看，央行认为物价走势中长期保持稳定。

我们维持前期报告《转型、回归与再平衡——2022 年宏观经济展望》和《CPI-PPI 触底了吗？价格传导如何？》中的观点，即：

对于通胀的暂时性和长期性：暂时性和长期性问题共存，国家和商品间存差异，预计本轮通胀明年下半年有所缓解，但长远看未来价格波动中枢或有抬升。一方面，从价格周期波动来看，全球供需缺口今年年中以来高位盘整，全球加权货币增速年初以来趋势下行，基本面和流动性角度不支持大宗商品价格持续大幅上涨。另一方面，长远考虑，鉴于新旧产业转型、能源结构转型可能提升商品成本，劳动力转型也将提升用工成本，供应链断裂、拉尼娜气候因素等扰动仍存，未来价格波动的中枢或有抬升。

图表 5 全球供需缺口高位震荡盘整

图表 6 全球加权 M2 增速年初以来有所下行



资料来源：wind，华安证券研究所 注：全球供需缺口采用主要国家制造业 PMI、工业生产指数处理得到。

资料来源：wind，华安证券研究所

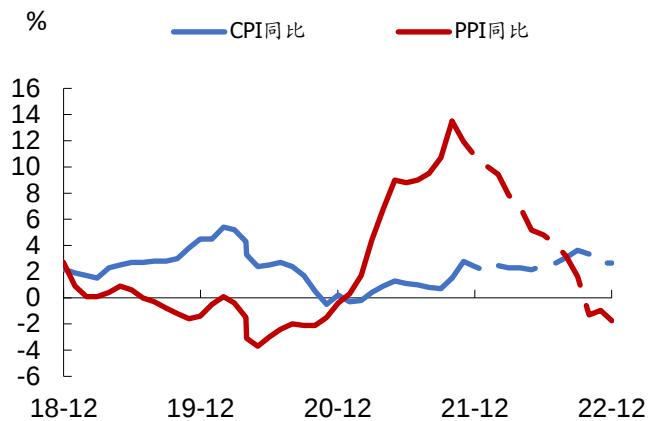
对于国内 CPI 和 PPI:

CPI: 高频数据显示截至 11 月 18 日，鲜菜、畜肉、鲜果、粮食、食用油等食品继续涨价，预计拉动 CPI 同比继续上行（目前预测为 2.8% 左右）。展望明年，综合考虑季节规律、猪价、油价、电价等因素，我们认为 CPI 同比总体前低后高，全年可能从今年的 1% 左右升至 2.6% 左右。

PPI: 高频数据显示截至 11 月 19 日南华工业品指数环比回落 13.9%，CRB 工业原料现货指数环比上涨 1.3%，预计将带动 PPI 环比回落，从而 PPI 同比回落（目前预测在 12% 左右）。展望明年，综合考虑 PPI 历史特征、全球和国内经济景气度、油价等因素，预计 PPI 同比趋于回落，全年累计同比可能从今年的 8% 以上降至 4-5% 左右。

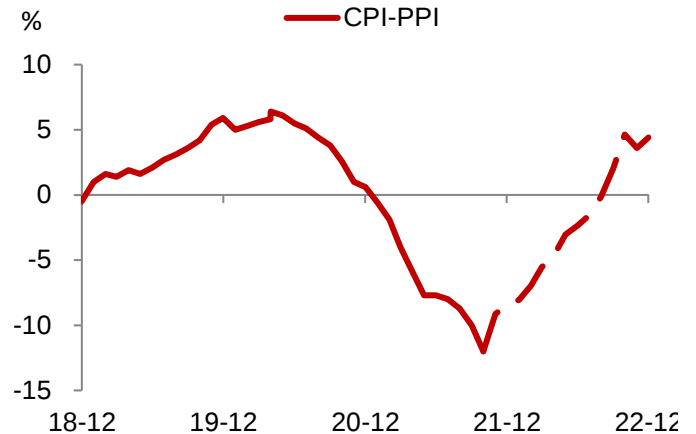
综合以上预测，预计 CPI-PPI 在今年 10 月触底，之后趋于回升。

图表 7 CPI 和 PPI 测算



资料来源: wind, 华安证券研究所测算 注: 虚线代表预测值

图表 8 CPI-PPI 测算



资料来源: wind, 华安证券研究所测算 注: 虚线代表预测值

3 货币政策：删除“总闸门”，货币政策稳健偏松，预计年底年初可能再降准

第一，货币政策基调方面，删除“总闸门”，延续“以我为主、稳字当头”，我们预计货币政策稳中偏松，年底年初可能再降准。《报告》时隔 5 个季度再次删除“总闸门”（19Q1 “把好”、19Q2 “把好”、19Q3 删去、19Q4 删去、20Q1 删去、20Q2 删去、20Q3 “把好”、20Q4 “把好”、21Q1 “管好”、21Q2 “管好”、21Q3 删去）；延续指出“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度、以我为主、稳字当头，把握好政策力度和节奏，做好跨周期调节，保持流动性合理充裕，推动小微企业综合融资成本稳中有降，继续推动金融系统向实体经济让利”，新增“加强国内外经济形势边际变化的研判分析，统筹今明两年宏观政策衔接，坚持把服务实体经济放到更加突出的位置”，总体看，我们认为后续货币政策应是稳中偏松，年底年初可能再降准。

第二，货币政策操作方面，基本延续此前表述，我们预计央行将继续通过 MLF、OMO 投放维持流动性整体平稳。《报告》强调“做好流动性跨周期调节”，并延续指出“综合运用中期借贷便利、公开市场操作、再贷款再贴现等多种货币政策工具，进一步提高货币政策操作的前瞻性、灵活性和有效性，保持流动性合理充裕”，“引导市场利率围绕政策利率中枢上下波动”（Q2 为“引导市场利率围绕政策利率上下波动”）。预计央行将继续通过 MLF、OMO 操作补充货币工具到期、债券发行、跨年等流动性需求，维持流动性整体平稳。7 月以来，DR007 均值为 2.16%，低于 7 天逆回购利率 4 个 BPs，整体平稳。

第三，继续落实和发挥结构性货币政策工具的作用，包括再贷款、再贴现、支小再贷款、区域再贷款、碳减排工具等。1) 保持再贷款、再贴现政策稳定性；2) 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作用；3) 用好 2000 亿再贷款额度支持区域协调发展；4) 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。总之，央行将继续加大对中小微企业、绿色、科技、新经济、制造业等支持力度。

此外，央行利用两个专栏分析了超额准备金率下降和存款利率自律上限调整效果，表明不能单纯根据流动性总量和超储率判断流动性松紧，存款利率自律上限调整有利于稳定银行负债成本，并会进一步促进贷款利率稳中有降。

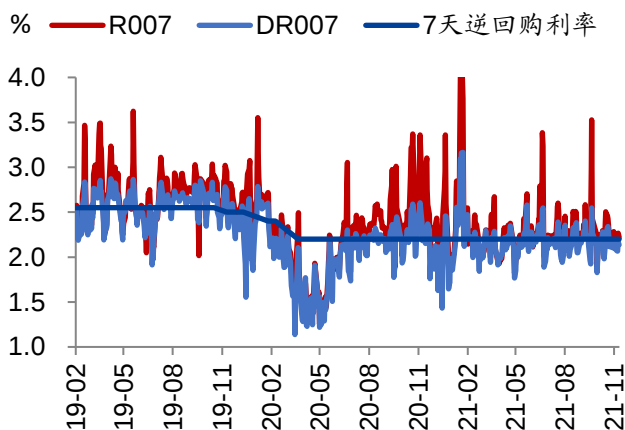
1) 央行在专栏 1《客观看待超额准备金率下降》中分析指出“近两年尤其是 2021 年

以来，金融机构超储率进一步下降，原因主要有央行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从而减少金融机构预防性资金需求、做好流动性跨周期调节等”，因此“当前不宜单纯根据流动性总量或超储率判断流动性松紧，而应观察市场利率”。

2) 央行在专栏 2《优化存款利率自律上限成效显著》中指出“2021 年 6 月央行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，促进了长期存款利率的明显下行，有利于稳定银行负债成本，下阶段将优化存款利率监管，保持金融机构负债成本稳定，从而促进贷款利率稳中有降”。从数据上看，与 Q2 相比，Q3 票据利率下降明显，但一般贷款利率反而上升。截至 2021 年 9 月，贷款加权平均利率为 5.00%。其中，一般贷款加权平均利率为 5.30%，较 6 月底上升 0.1 个百分点；票据融资加权平均利率为 2.65%，较 6 月底降低 0.29 个百分点。

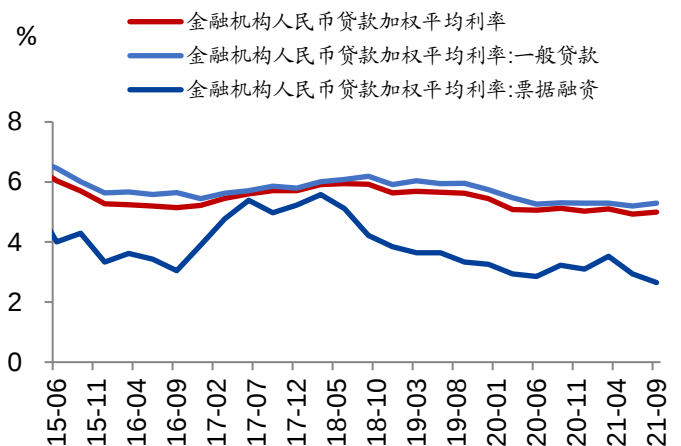
总体看，Q3 货币政策报告对货币政策基调描述稳中偏松。我们判断，对于市场期待的降准，后续仍有一点空间，鉴于经济下行压力加大，年底年初可能再降准。此外，央行将灵活运用 MLF、OMO 等方式维持流动性平稳，并运用 3000 亿元支小再贷款、碳减排支持工具进行结构性降成本，精准加大对小微企业、绿色、科技、新经济等重点领域的支持力度。

图表 9 DR007 围绕 7 天逆回购利率平稳波动



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 10 Q3 贷款利率整体较 Q2 小幅提升



资料来源：wind，华安证券研究所

4 信贷社融：央行延续“增强信贷总量增长稳定

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_29776

