

2021年三季度货币政策执行报告点评

三季度货币政策执行报告的七大看点

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项：

2021年11月19日晚间，央行发布《2021年第三季度中国货币政策执行报告》，阐释了下一阶段货币政策目标、重点、方式的边际变化，七大看点需要关注。

平安观点：

- **1、重提经济增长的韧性和制约因素，侧面折射出经济下行的压力在增加。**虽未直接提出经济下行压力加大，但已经采取了过去经济下行压力较大时的表述方式。
- **2、删掉“管好货币总闸门”，增加“增强信贷总量增长的稳定性”。**在房地产相关政策方面增加了一句话：“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”。不宜对房地产贷款放松报过高期待，更多是阶段性地纠偏。
- **3、货币政策突出“稳”，可能处于观察期。**对下一阶段货币政策的表述是，“保持货币政策稳定性，稳定市场预期”，内容明显少于二季度。
- **4、去掉了“推动实际贷款利率进一步降低”，代之以促进“小微企业综合融资成本稳中有降”。**三季度贷款加权平均利率普遍从历史低位有所回升，尤其以个人住房贷款利率上行幅度最大。从央行表述的变化来看，似乎没有迫切需要使贷款利率重回下行轨道上。
- **5、货币政策配合产业政策调整，更好平衡绿色转型与经济运行的诉求。**“鼓励金融机构在依法合规、风险可控基础上，合理满足煤电企业应急保供发电融资需求”。删掉此前表述“严格控制高耗能高排放项目信贷规模”。
- **6、强调货币政策“以我为主”，有必要也有空间增强人民币汇率弹性。**阐述“发达经济体货币政策调整及应对”，后续应对的主要原则：一是以我为主，二是增强人民币汇率弹性，三是深化金融双向开放，增强人民币资产吸引力。
- **7、本次报告还增加了一些新表述，突出强调要防止引发次生金融风险。**“防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”、“加大对国家重大战略和产业、区域支持力度，提升债券市场服务实体经济质效”、“全面准确看待国际收支反映的资金来源与运用”。
- **总之，三季度货币政策执行报告体现了中期更趋宽松的政策取向，以及短期“以稳为主”的政策状态。**四季度货币政策或仍将以结构性发力为主，等待中央经济工作会议定调、观察美联储货币政策出牌的快慢变化，把政策子弹更多留待明年通胀上行压力减弱之时。

2021年11月19日晚间，央行发布《2021年第三季度中国货币政策执行报告》，阐释了下一阶段货币政策目标、重点、方式的边际变化。具体有以下七大看点需要关注：

1、重提经济增长的韧性和制约因素，侧面折射出经济下行的压力在增加

对三季度中国经济的描述是，“主要宏观指标处于合理区间，经济保持较好发展态势，韧性持续显现”，突出“韧性”。二季度则突出“稳”，“经济稳定恢复、稳中向好，……，高质量发展稳步推进”。

对当前经济形势的判断是，“我国是具有强劲韧性的超大型经济体，经济长期向好的基本面没有变，发展潜力大、回旋空间广阔的特点明显，市场主体活力充足”，但“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”。值得注意的是，**虽然没有直接提出经济下行压力加大，但已经采取了过去经济下行压力较大时的表述方式**，从删掉上一季度“经济持续恢复增长，发展动力进一步增强”的表述中即可窥见一斑。

2、删掉“管好货币总闸门”，增加“增强信贷总量增长的稳定性”

这是本次货币政策报告最核心的变化，意味着经济下行压力增大情况下，货币政策的基调偏向于宽松，而且更加注重于“稳信用”。梳理近10年货币政策执行报告，发现在过去几轮央行降息中，此前发布的货币政策定调都删掉了“货币总闸门”的表述。此次删除也许意味着后续货币政策宽松的可能性被打开，当然宽松的节奏和时间仍需相机抉择。今年三季度，在房地产按揭贷和开发贷双双收紧、企业融资需求仍然疲软的情况下，我国社融、信贷增速持续下滑，并跌破新冠疫情前的增速水平，货币信用环境已有滑出“货币政策正常化”区间的迹象。

稳信用目前最重要渠道就是稳房地产贷款。近期关于银行放松按揭和开发贷款的消息不断。10月个人住房贷款比9月多增超千亿；房地产贷款同比增长8.2%，相比三季度7.6%的低点有所反弹；房地产开发资金来源中按揭贷款增速大幅反弹、国内贷款降幅收窄。总体来看，房地产相关贷款（尤其是对接个人的）出现有限恢复。

本次报告在房地产相关政策方面增加了一句话：“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”。这是对三季度货币政策例会上表述的再次重申。这说明两点：一是，稳房地产贷款更加强调消费者（按揭贷款）一端；二是，房地产“三稳”的实现需要其它部门和政策的协同发力，在房地产调控的整体性框架下采取适当的货币政策措施。因此，不宜对房地产贷款放松报过高期待，更多可能只是阶段性地纠偏。

3、货币政策突出从“稳”，可能处于观察期

对下一阶段货币政策的表述是，“保持货币政策稳定性，稳定市场预期”，还增加了一句“推动经济稳定恢复，努力完成今年经济发展主要目标任务”。而二季度货币政策执行报告中“增强前瞻性、有效性，既有力支持实体经济，又坚决不搞‘大水漫灌’，以适度的货币增长支持经济高质量发展，助力中小企业和困难行业持续恢复”的内容，都没有再出现。而今年在低基数作用下，只要四季度经济不出现大的冲击，应比三季度出现“小回温”（两年平均增速意义上），全年完成年初设定的GDP 6%目标并无压力，而城镇新增就业目标10月已提前完成。

目前，货币政策可能处于等待中央经济工作会议定调、观察美联储货币政策“出牌”的变化、并处于通胀上行压力掣肘下的“观察期”。在碳减排支持工具落地后，短期内应不会再出现传统的降准降息操作，而是以落实再贷款政策工具为主。本次报告亦强调了再贷款政策工具的使用，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、以及继续实施两项直达工具的延期工作。与此一贯，在引导金融机构加大支持的领域也只提到“中小微企业、绿色发展等”，没提“科技创新”和“制造业”，当然这两项大多内涵在了中小微企业当中。

4、去掉了“推动实际贷款利率进一步降低”，代之以促进“小微企业综合融资成本稳中有降”

本次报告删掉了“推动实际贷款利率进一步降低”，代之以“小微企业综合融资成本稳中有降”。今年三季度贷款加权平均利率普遍从历史低位有所回升，尤其以个人住房贷款利率上行幅度最大。整体新投放贷款加权平均利率为 5%，比上季度上升 7bp。其中，一般贷款加权平均利率为 5.3%，比上季度上升 10bp；企业贷款加权平均利率 4.59%，上升 1bp；票据融资加权平均利率 2.65%，比上季度下降 29bp；个人住房贷款利率 5.54%，比上季度大幅上升 12bp。

从央行表述的变化来看，似乎没有迫切需要使贷款利率重回下行轨道上，而主要关注中国经济的薄弱环节——小微企业贷款利率的稳定。本次报告专栏三“优化存款利率自律上限成效显著”，主要介绍了一年以上存款利率实质性下降，助力于贷款利率稳中有降。

5、货币政策配合产业政策调整，更好平衡绿色转型与经济运行的诉求

本次报告在碳中和支持工作方面特别强调了保供稳价相关内容。新增如下表述：“鼓励金融机构在依法合规、风险可控基础上，合理满足煤电企业应急保供发电融资需求”，“发挥金融对能源安全保供和绿色低碳转型的支持作用”。报告相应删掉了上次报告中“严格控制高耗能高排放项目信贷规模”的表述。

今年四季度以来，保供稳价政策力度明显加大，10月煤炭行业产量增速显著反弹，工业品价格指数持续下挫。在产业政策方面更加温和、更注重方式节奏的趋势，亦映射在货币政策的配合支持上，也凸显了目前货币政策结构性倾向的进一步延伸。

6、强调货币政策“以我为主”，有必要也有空间增强人民币汇率弹性

本次报告在专栏三阐述“发达经济体货币政策调整及应对”，表明海外货币政策的外溢性已经成为央行关注的重点。专栏分析认为，由于我国经济的韧性、正常的货币政策空间、汇率吸收外部冲击能力增强、人民币资产吸引力增强，发达经济体政策调整对我影响有限。后续应对发达经济体货币政策调整的主要原则：一是“以我为主”，二是增强人民币汇率弹性，三是深化金融双向开放，增强人民币资产吸引力。

美联储结束资产购买和加息的节奏，是目前海外的一个重要不确定性和市场波动来源。尤其在当前美国通胀叠超预期，金融市场普遍认为美联储可能误判通胀形势，从而行动太晚、力度太浅之际，由于预期差造成的市场波动性可能明显增加。我们认为，通过释放人民币汇率调节内外平衡的潜力，中国货币政策更有能力实现“以我为主”。特别是，新冠疫情以来，人民币汇率相较 2019 年底已累计升值近 9%，尤其在近期美元指数强势反弹突破 96 关口的情况下，人民币汇率依然坚挺于 6.4 以下，这无疑为国内货币政策保持“以我为主”提供了更多空间。我们认为，明年中美货币政策方向“错位”，美元指数总体偏强，意味着人民币汇率或可阶段性地“顺势”贬值。

7、本次报告还增加了一些新表述，突出强调要防止引发次生金融风险

1) 在防范化解金融风险部分，强调“防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”。或将吸取此前经验，避免政策可能的叠加效应，继续注重处置风险过程中的流动性政策配合。

2) 在金融市场建设部分，增加了“加大对国家重大战略和产业、区域支持力度，提升债券市场服务实体经济质效”。债券市场融资结构也将纳入结构性货币政策的框架内，近期城投债净融资的下降或许就是体现。

3) 在专栏四“全面准确看待国际收支反映的资金来源与运用”，报告介绍了我国国际收支平衡表的情况，尤其指出 2021 上半年“对外存贷款等其他投资 2653 亿美元，主要是境内主体因流动性管理需要增加在境外的存贷资金运用，以及境内机构境外应收款增加”，回应了由此产生的对可能的资本外逃的怀疑。但对于另一争议点——较大规模的净误差与遗漏项，仅指出其与进出口总量之比是近年来较低水平，“处于国际认可的合理范围内”，仍有待明晰其来源。

综上，2021 年三季度货币政策执行报告体现了中期更趋宽松的政策取向，以及短期“以稳为主”的政策状态。“增强信贷总量增长的稳定性”成为目前货币政策发力的重点：一是，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，

进行房地产贷款投放的阶段性纠偏；二是，落实支小、区域协调、煤炭清洁高效利用等再贷款政策工具，“合理满足煤电企业应急保供发电融资需求”。这两个领域恰是三季度中国经济出现短期波动的最重要因素，也是四季度中国经济能否平稳运行的关键。央行此举可谓有的放矢、定向增效。央行对三季度贷款利率的回升并无迫切干预的诉求，并不再提“推动实际贷款利率进一步降低”，只是继续加强对中小微企业的定向支持。

总之，四季度货币政策或仍将以结构性发力为主，等待中央经济工作会议定调、观察美联储货币政策出牌的快慢变化，把政策子弹更多留待明年通胀上行压力减弱之时。

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_29781

