

2021 年 11 月 22 日

宏观研究

研究所

证券分析师： 樊磊 S0350517120001
021-61981316 fanl@ghzq.com.cn
联系人： 方诗超 S0350121030003
fangsc@ghzq.com.cn

货币政策进一步宽松可期

——《三季度货币政策执行报告》点评

相关报告

《10 月财政数据点评：财政支出依旧平平 *樊磊》

——2021-11-21

《宏观点评：航运价格下跌不代表短期出口走弱

*樊磊》——2021-11-18

《10 月经济数据点评：经济反弹可持续吗？*

樊磊》——2021-11-16

《10 月贸易数据点评：四季度出口或持续景气*

樊磊》——2021-11-08

《11 月美联储议息会议点评：Taper 靴子落地*

樊磊》——2021-11-04

事件：

11 月 19 日，人民银行发布了《2021 年第三季度中国货币政策执行报告》（简称《报告》）。《报告》下调了对经济增长的预期，认为国内经济平稳运行的难度增大，面临“阶段性、结构性、周期性”的短期困境；且外部环境也更趋复杂严峻。物价方面，央行认为尽管 PPI 短期内可能仍偏高运行，但中长期来看，物价走势将维持稳定，通胀压力总体可控。货币政策方面，央行删除了“坚决不搞‘大水漫灌’”等表述，并且认为发达经济体货币调整对我国影响较为有限，货币政策进一步宽松的可能性有所上升。

投资要点：

■ 企业贷款利率有所回升，超储率仍处于历史低位

《报告》披露 9 月新发放贷款加权平均利率 5.00%，较 6 月上升 7 个 bp。其中，一般贷款加权平均利率为 5.30%，比 6 月上升 10 个 bp；个人住房贷加权平均利率为 5.54%，较 6 月上升 12 个 bp；只有票据利率持续下降，较 6 月下降了 29 个 bp 至 2.65%。

《报告》同时披露 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，仍处于历史低位。专栏 1《客观看待超额准备金率下降》对此进行了解读，指出超储率的下降是金融体系发展与央行货币政策调控机制不断完善的结果，不宜单纯凭借超储率判断流动性的松紧程度——超储率仅代表了银行间市场中货币的供给端，而与之对应的货币的需求端还可能存在一定的波动，央行将据此对供给作出相应调整——因此观察供需共同作用达成的市场利率才是判断流动性松紧的科学方法。这与我们之前报告中提到的“央行的意愿才是决定资金面的关键变量”相一致，央行之前也曾多次强调“重价不重量”。

■ 国内经济存在下行压力，外部环境更趋复杂，通胀总体可控

对于国内经济形势，央行的判断更趋谨慎。《报告》指出，当前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”，相较于二季度报告中的“不稳固、不均衡”

的表述，央行对于国内经济的判断更趋于谨慎。

对于国际经济前景，央行重申强调外部环境更趋复杂严峻，新增的负面影响因素包括：1）全球经济复苏动能趋于减弱；2）疫情反弹加剧全球经济分化；3）国际金融市场波动加大，投资者避险情绪增强；4）供给瓶颈凸显，大宗商品价格持续高位运行，而“供应链阻滞、能源短缺”等供应限制冲击还可能对需求端产生广泛的负面影响，并进一步抑制经济复苏。

通胀压力总体可控。对于CPI，《报告》延续了二季度的判断，预测CPI会温和上涨，总体保持在合理区间内平稳运行；对于PPI，尽管央行预计PPI短期可能仍维持高位运行，但整体而言仍认为通胀压力不大——我国作为全球主要生产国，总供给总需求的基本稳定与正常的货币政策有利于物价走势的“中长期”稳定。

■ 货币政策进一步宽松的可能性上升

伴随着经济下行压力的增大，叠加央行对通胀总体可控的判断，我们认为，货币政策进一步宽松的需求有所上升。实际上，央行在此次报告中也的确删除了“坚决不搞‘大水漫灌’”、“管好货币总闸门”等表述，与我们的判断相一致。

与此同时，美国等发达经济体的货币政策的调整对我国的影响也比较有限。央行在专栏3中着重讨论了发达经济体货币政策调整的影响以及应对之道。《报告》指出，虽然“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……并可能对新兴经济体产生影响”，但是，我国面对的内外部环境与上一轮有较大区别——伴随着我国经济体量扩大、经济韧性的增强，以及近些年来人民币汇率弹性增强等的进展，发达经济体调整对我国的影响将较为有限。运用合理的跨周期货币政策设计，我国“能够有效地应对因货币政策调整而带来的外部冲击”。

因此，在宽松的需求有所上升与外部影响式微的背景下，此次《报告》在货币政策总体基调中新增了“以我为主”的表述，并要求“增强信贷总量增长的稳定性。货币政策进一步宽松的可能性上升，降准降息可能会在明年一季度或者上半年逐步推出。”

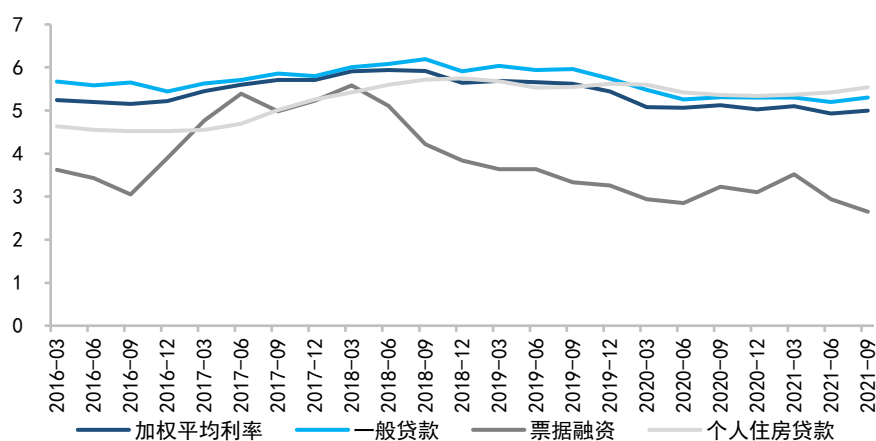
金融风险方面，央行新增了“坚持底线思维，增强系统观念……统筹做好重大金融风险防范化解工作……防止在处置其他领域风险过程中引发金融次生风险。”

地产政策方面，《报告》在坚持“房住不炒”定位的基础上新增了“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”。我们认为，三季度来对“两维护”的再三强调体现了央行对近期部分房企风险事件的关注。而地产政策的调整可能仍将主要着眼于防风险

而非稳增长。

■ **风险提示** 经济、政策不及预期，国内外疫情、中美关系恶化

图 1：加权平均利率及其组成走势（%）



资料来源：Wind，国海证券研究所

【宏观经济小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

方诗超，宏观助理研究员。2017 年在浙江大学获得经济学学士学位，2020 年于美国 Cornell 大学获得应用经济学硕士学位。2021 年加入国海证券，从事宏观经济研究。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部

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_29924

