

央行结构性宽松 稳增长重回主位

2021 年三季度货币执行报告

核心内容：

- **央行对经济的看法比 2 季度谨慎** 央行时刻关注全球经济增长变化以及全球主要央行的货币政策调整，而主要应对措施延续了 10 月 18 日在三季度金融统计发布会上的说法，一切以我为主。对于国内经济，央行总体看法比 2 季度更为谨慎。我国经济在稳定运行的基础上，面临了一些困难，宏观政策需要跨周期调节，稳增长重回政策主位。
- **通胀温和，对货币政策影响有限** 央行承认短期通胀水平可能走高，CPI 短期的走高是温和性的，属于低位反弹，总体在合理区间平稳运行。PPI 涨幅继续扩大，但这种走高仍然是暂时性的，主要是因为：（1）大宗商品价格上涨后部分高耗能行业产品提价；（2）低基数。央行不会因为通胀改变其货币政策节奏。
- **房地产维稳，信贷释放是缓步的** 对房地产的总体看法没有改变，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，坚持稳地价、稳房价、稳预期。增加了金融机构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。房地产市场的放松是缓慢和有节奏的，全面放开对房地产的限制可能性比较小，也就意味着我国信贷的上行也是有节奏的，信贷在 4 季度缓慢回升。
- **央行的货币宽松方向：支持中小企业和碳减排企业** 从 2 季度到 3 季度央行陆续发放了 7000 亿再贷款额度，再贷款主要支持：（1）区域协调发展 2000 亿额度；（2）支小再贷款 3000 亿；（3）碳减排支持工具 2000 亿。
- **央行下一阶段工作思路**（1）**稳定前提下适度宽松以稳定为主** 稳定的基础上要调整货币政策力度和节奏，也就是货币政策要适度宽松。（2）**结构性宽信用主要面向碳减排相关企业** 在房地产信贷平稳的基础上，结构性宽松现阶段主要面向清洁能源、节能环保等企业。（3）**支持中小银行补充资本** 金加大对中小银行发行永续债的支持力度。
- **四季度流动性结构性宽松，2022 年 1 季度降准可期** 央行也多次讲话强调降准需要观察货币市场利率的变化。而从 9 月份跨季资金使用了 14 天逆回购来补充就可以看到，央行现阶段仍然倾向于 MLF 和拉长公开市场操作。9-11 月份央行推出了再贷款来增加信贷，10 月份开始对房地产信贷的严格管控有所放松。商业银行信贷力度增加，结构性宽松已经启动。由于我国出口形势较好，同时疫情控制下金融市场稍显稳定，资金外流减弱，4 季度降准预期降低。为了支持市场流动性以及补充商业银行资本金，明年 1 季度结构性降准仍然可期。

分析师

许冬石
☎：(8610) 8357 4134
✉：xudongshi@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130515030003

相关报告：

《央行释放政策回暖信号，4 季度货币市场平稳》 2021/10/18
《LPR 平稳，政策对经济仍然有信心》 2021/07/20
《走在经济转向之前 央行释放长期资金——7 月 15 日降准分析》 2021/07/13

目录

一、央行对经济的看法比 2 季度谨慎	3
（一）关注海外经济和货币政策变动，货币政策“以我为主”	3
（二）国内经济面临小幅的困难	3
二、通胀温和，对货币政策影响有限	3
三、房地产维稳，信贷释放是缓步的	4
四、央行的货币宽松方向：支持中小企业和碳减排企业	4
（一） 央行对于减排的支持主要表现在“做加法”	4
（二）央行再贷款支持中小企业	5
五、央行下一阶段工作思路	5
（一）稳定前提下适度宽松	5
（二）结构性宽信用主要面向碳减排相关企业	5
（三）支持中小银行补充资本金	5
六、四季度流动性结构性宽松，2022 年 1 季度降准可期	6

2021年11月19日人民银行发布第三季度货币政策执行报告，央行在报告中阐述了对全球和中国经济的看法以及未来的货币政策执行方向。同时央行也在报告中总结了3季度我国货币政策的执行以及金融市场运行情况。

一、央行对经济的看法比2季度谨慎

（一）关注海外经济和货币政策变动，货币政策“以我为主”

对于全球经济和金融市场，央行认为新冠疫情未来有脉冲式扰动，比2季度对疫情的看法更为乐观，经济复苏受到新冠疫情全面干扰的可能性降低。与此同时，全球经济的形势仍然较为复杂，全球经济复苏动能减弱。供应链的问题凸显，疫情的不平衡、运输行业的制约以及天气的原因带来能源价格快速上行，全球投资者的整体情绪比2季度偏谨慎。

与2季度不同，大宗商品波动在3季度扰动了全球经济，美国经济增速比2季度有所回落，德国、英国的零售销售也比2季度下滑。新兴市场国家的经济落后于发达国家。而无论是新兴市场国家还是发达国家，通胀问题同样干扰着两者，新兴市场国家的经济韧性要低于发达国家，对通胀的容忍度更低。

新兴市场国家延续2季度措施继续加息，主要是为了应对通胀。俄罗斯、巴西10月份第六次加息，经济增长较好的新兴市场国家韩国于8月26日加息，新西兰于10月6日加息。

发达国家开始收紧货币的步伐。美联储11月份正式开始缩减资产购买，欧央行也在9月的例会上释放出放缓资产购买的节奏。

央行时刻关注全球经济增长变化以及全球主要央行的货币政策调整，而主要应对措施延续了10月18日在三季度金融统计发布会上的说法，一切以我为主，并且与上一轮不同，本轮美联储收缩时我国已经完成了货币收缩，同时我国出口强势，资本市场稳定，货币外流的压力较小。

（二）国内经济面临小幅的困难

对于国内经济，央行总体看法比2季度更为谨慎。2季度我国经济处于持续增长，发展动能进一步增强的阶段，国内经济总体上的恢复是不均衡和不稳固。3季度我国经济向好的基本面没有改变，我国经济有韧性、回旋空间大，国内经济恢复面临阶段性、周期性因素制约，经济平稳运行难度加大。

我国经济在稳定运行的基础上，面临了一些困难，宏观政策需要跨周期调节。而总体前三季度经济仍然保持健康，主要是工业生产较为稳定，服务业持续恢复。尤其是财政收入增速较快，就业形势稳定。我国财政收入前三季度仍然保持较高的增速，就业方面城镇调查失业率稳中有降。

二、通胀温和，对货币政策影响有限

对比2季度央行仍未通胀压力总体可控，但是删掉了不存在长期通胀或通缩的基础。

央行承认短期通胀水平可能走高，CPI 短期的走高是温和性的，属于低位反弹，总体在合理区间平稳运行。PPI 涨幅继续扩大，但这种走高仍然是暂时性的，主要是因为：（1）大宗商品价格上涨后部分高耗能行业产品提价；（2）低基数。4 季度通胀的走高仍然是温和的，央行不会因为通胀改变其货币政策节奏。

三、房地产维稳，信贷释放是缓步的

对房地产的总体看法没有改变，坚持房子是用来住的，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，坚持稳地价、稳房价、稳预期，加快建立房地产长效机制。但是增加了金融机构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。房地产市场的放松是缓慢和有节奏的，全面放开对房地产的限制可能性比较小，也就意味着我国信贷的上行也是有节奏的，信贷在 4 季度缓慢回升。

四、央行的货币宽松方向：支持中小企业和碳减排企业

（一）央行对于减排的支持主要表现在“做加法”

从 2 季度到 3 季度央行陆续发放了 7000 亿再贷款额度，再贷款主要支持：（1）区域协调发展 2000 亿额度；（2）支小再贷款 3000 亿；（3）碳减排支持工具 2000 亿。

央行提供低成本资金，支持金融机构为具有显著碳减排效应的重点项目提供优惠利率融资，为保证精准性，碳减排支持工具支持清洁能源、节能环保、碳减排技术三个重点领域。

碳减排支持工具对碳减排重点领域的支持是“做加法”，支持清洁能源等重点领域的投资和建设，从而增加能源总体供给能力，不是“做减法”。金融机构“对煤电、煤炭企业和项目等予以合理的信贷支持，不盲目抽贷断贷”。10 月 14 日，银保监会（银发 42 号文）支持对煤电、煤炭、钢铁、有色金属企业生产的信贷和展期。银行保险资金不得炒作“股市、债市、期市”。央行 3 季度金融政策发布会也用了同样的阐述。

11 月 8 日央行创设推出了碳减排支持工具，碳减排支持工具是再贷款工具的变种，并且不设上限。按照“先贷后借”的直达机制，按照金融机构发放的碳减排贷款本金的 60%提供资金支持，利率为 1.75%，可以说是央行对碳减排企业的具体支持。11 月 17 日碳减排专项贷款更为明确，直接下放 2000 亿元低利率资金支持碳减排企业。

我国结构性宽松已经开始，并且这种宽松直接面向了碳减排技术企业、节能环保企业以及清洁能源企业，也即是资金直接进入了实体经济。

表 1：再贷款发放

时间	对象	额度	内容
2021 年 2 季度	支持区域协调发展	2000 亿	引导 10 个省份地方法人金融机构对区域内涉农、涉小企业进一步加大政策力度
2021 年 9 月 23 日	支小再贷款	3000 亿	优惠率发放给地方法人银行，要求对银行对小微企业发放利率 5.5%，采用先贷后借模式
2021 年 11 月 17 日	碳减排支持工具	2000 亿	面向全国银行，要求发放贷款利率等同于 LPR，采用先贷后借

资料来源：中国银河证券研究院整理

（二）央行再贷款支持中小企业

我国PPI和CPI的剪刀差已到历史最高点,同时PPI上行主要是由于能源价格上行带来的。而央行认为能源价格有长期协议保障,国际大宗商品价格上涨和各国通胀上行的输入性影响可控,PPI有望于今年底至明年趋于回落。

对于上游价格影响较大的小微企业,9月1日国务院常务会议部署了加大对市场主体特别是中小微企业纾困帮扶力度工作。9月7日潘功胜副行长在国务院政策例行吹风会上也介绍了金融工作的具体安排,人民银行将加强各项惠企政策实施力度。

五、央行下一阶段工作思路

（一）稳定前提下适度宽松

央行下一阶段的总体思路是以稳定为主,稳定的基础上要调整货币政策力度和节奏,也就是货币政策要适度宽松。

要注意到央行的宽松是适度的,因为仍然要处理好经济发展与防范风险的关系,也就是宽信用和房地产信贷之间的关系,维护大局的基础上,信贷的投放要增加经济韧性,也即是尽量使宽信用资金流入的非房地产领域。

央行货币政策表述调整为灵活精准、合理适度、以我为主、稳字当头,比2季度增加了以我为主,主要是为了应对4季度的海外国家货币政策收紧。3季度央行货币政策表述同时删除了2季度的管好货币总闸门,变相的表述了央行货币政策的宽松。

（二）结构性宽信用主要面向碳减排相关企业

央行综合运用多种货币政策工具保证市场的流动性,主要有中期借贷便利、公开市场操作、再贷款、再贴现等政策工具,引导市场利率围绕政策利率波动。其中中期借贷便利和公开市场操作有力的调节了货币市场利率,使得货币市场利率3季度基本平稳。再贷款主要投向中小微企业和减排企业,央行结构性宽松已经开始。

在房地产信贷平稳的基础上,结构性宽松现阶段主要面向了碳减排相关企业,11月份央

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_29931

