

货币偏宽四个要点

2021 年三季度货币政策执行报告点评

宏观事件点评

2021 年 11 月 22 日

报告摘要：

- 本次报告定调货币调控总体偏宽松。总体方向调松背后是央行对国内经济压力判断有所变化。

上一季度央行判断经济修复存在结构差异，彼时央行更多关注修复偏慢的结构板块，例如中小企业。言下之意，之前经济压力更多来自中下游制造业以及服务业，毕竟这两大领域是中小企业集中分布的经济板块。

目前央行更多担忧总量增长，认为经济压力不单来自结构性板块，整体层面“保持经济平稳运行的难度加大”。

- 当前上游物价偏高，外部环境面临美联储货币收紧不确定性，然而这两点都不成为货币宽松的制约因素。

疫情以来上游通胀（PPI）高企，国内外央行似乎都选择暂时性忽略疫情高通胀。

目前央行对物价趋势判断较之前谨慎，然而总体方向上依然延续疫情以来定调：上游高通胀尚不构成当前货币调控锚。换言之，目前高通胀不对货币宽松构成约束。

本次报告专栏三系统论述本轮美联储收紧与之前存在较大不同，中国受影响或有限。货币调控“以我为主”，美联储货币收紧带来的外部环境变化，不成为当前央行货币调控重点考虑变量。

- 地产运行既要维持“平稳”又要防止“刺激”，意味着未来货币调控着力点在于稳信用。

地产是典型的负债驱动部门，稳地产前提在于信用不能过度收缩。10 月以来市场陆续见证金融端口政策放松，地产融资有边际改善，包括居民信贷、地产企业信用融资等领域。然而“房住不炒”意味着房地产价格依然是政策红线之一，因而地产调控的着力点不在于简单粗暴地将融资条件迅速打开，尤其是大放地产销售端（对应居民信用端）。从防止地产过度刺激角度，信用端难以迎来过去历史常见的大扩张。

地产运行既要维持“平稳”又要防止“刺激”，大概率指向未来信用端（除政府外私人部门）以稳为主。今年 7 月以来全社会融资主动收缩趋势将有暂缓。

- 风险提示：

海外需求波动超预期，疫情持续时间超预期。

民生证券研究院

分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

11月19日，央行公布《2021年第三季度中国货币政策执行报告》。

相较二季度报告，本次报告确实在总量上体现出明显的宽松意图。行文上，此次报告删去“坚决不搞大水漫灌”和“把好货币总闸门”两处表述，释放较为明确的宽松信号。

1 要点之一，货币偏松起因“经济平稳运行难度加大”

货币总基调有所调松背后，央行对经济状态展现出更多忧虑。之前央行判断经济面临明显分化，压力主要来自结构板块；然而当前经济面临更为全面的稳增长压力。

前次报告对经济判断偏中性，认为基本面总体处于恢复状态，“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，对此既要坚定信心，又要正视困难”；本次报告更直面回应国内经济阶段性压力，“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”。

之前“不均衡”经济修复进程中，货币调控的着力点在于帮扶节奏偏慢的经济板块进一步修复。所以前次货政执行报告展望下一阶段主要政策思路时，明确提到“助力中小企业和困难行业持续恢复，保持经济运行在合理区间”。

当前“经济平稳运行难度加大”，下一阶段货币调控着力点在于“把服务实体经济放到更加突出的位置”。对比之前货政执行报告，我们能够明显察觉，当前央行对经济的担忧已经从局部板块拓开，对整个实体领域平稳运行展现出更多忧虑。

2 要点之二，物价暂时不成为货币宽松制约因素

回顾疫情以来国内外通胀呈现出不同以往的特殊表现。对比国内外央行货币调控，我们发现一些有趣的共性。面对上游通胀（PPI）高企，国内外央行似乎都选择了短暂忽略。

美联储疫情后大部分时间将高通胀定位“临时性”，并将原有货币框架中通胀挂钩制度调试为“平均通胀目标制”。这种调整无疑宣告了疫情特殊时期，美联储相对忽略通胀，而将更多关注度聚焦就业。其实疫情以来中国央行也有类似操作上调整。

疫情之前，央行货币调控大体锚定通胀，然而疫情以来上游物价起伏都未引发中国央行跟随调控。最终我们发现疫情之前的PPI的一些经验规律有所打破。

本次货政执行报告对通胀的表述细节上有所调适，对物价趋势判断较之前谨慎，然而总体方向上依然疫情以来定调，“总的看通胀压力可控，不存在长期通胀或通缩的基础”（二季度表述），“通胀压力总体可控”（三季度表述）。

截至目前，上游物价尚不构成当前货币调控锚。未来一段时间内，央行或将仍暂时性忽略上游物价。未来物价何时作为锚定变量，重回央行调控框架，值得我们后续跟踪。

3 要点之三，外部环境暂时不成为货币宽松制约因素

此次货币政策执行报告专门设立专栏三论述“发达经济体货币政策调整及应对”。在专栏三中，央行非常直接提到本轮美联储货币收紧，即便随后资金回流美国，国际金融条件面临冲击，中国所受影响有限。

面对未来美国货币收紧，中国货币调控坚持“以我为主”，货币锚在于国内的“经济形势和物价走势”。与之相配合，未来可能会有更多“人民币汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性”操作。

言下之意，外部环境，尤其是美联储货币收紧带来的资金外流，不是当前央行货币调控重点考虑变量。

4 要点之四，地产既要维持“平稳”又要防止“刺激”

9月地产销售、新开工、投资完成额以及土地溢价率等地产指标均滑出历史正常区间，各项指标读数与2015年房地产高库存时期相近。

面对地产数据超速下滑，9月底以来金融端政策已有边际调适。最具代表性的是10月居民信贷有所转暖，居民中长期贷款和按揭贷款都有不同幅度改善。市场因此对地产政策转向寄予较高希望。

略低于市场预期，本次货政执行报告中央行对地产的定调没有发生趋势性大逆转。“目前房地产市场风险总体可控，房地产市场健康发展的整体态势不会改变”（三季度表述），政策总基调上延续了上一季度的“牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”（二季度表述）。

在细节方面，央行在本次报告中新增表述，“实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁金融支持力度，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”。

我们从两个角度理解本次央行对地产表述。

首先，新增表述“共同维护房地产市场的平稳健康发展”，意味着房地产市场目前存在一定压力，并且压力较上一季度有所加大。这是目前房地产企业面临的事实，几乎所有维度地产指标超历史经验下滑，对此已经有所印证。未来将见到更多地产对冲政策，而在系列政策中央行更多扮演辅助角色，“配合相关部门和地方政府”共同维系地产行业发展。

其次，延续之前表述“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”，显示政策层面对房地产价格依然谨慎，未来房地产政策很难回到传统的逆周期调控路径。我们预计，未来地产调控不是简单的总量调控放松，或许还将见到更多行业结构调整政策。

5 未来将面临怎样的信用环境

10月以来我们陆续见到金融端口政策放松，地产板块融资有边际改善——包括居民信贷、地产企业中票融资等。地产是典型的负债驱动部门，稳地产的前提在于信用端不能过度收缩。

然而“房住不炒”意味着房地产价格依然是政策红线之一，地产调控的着力点不在于简单粗暴的融资放开，尤其是地产销售端（对应居民信用端）放开。防止地产过度刺激角度，信用端难以迎来过去历史常见的大扩张。

地产运行既要维持“平稳”又要防止“刺激”，大概率指向未来信用端（除政府外私

人部门) 以稳为主。今年7月以来全社会融资主动收缩趋势将有暂缓。

6 风险提示

海外需求波动超预期, 疫情持续时间超预期。

分析师简介

周君芝，民生证券首席宏观分析师。浙江大学经济学博士，浙江大学校外硕士生导师。7年宏观研究经验，曾作为核心团队成员连续获得2017-2020年新财富宏观分析师第一名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

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_29935

