

宏观研究

货币宽松的方向和方式

—2021 年央行四季度货币政策例会点评

宏观事件点评

2021 年 12 月 26 日

报告摘要：

中国人民银行货币政策委员会2021年第四季度例会于12月24日在北京召开。

今年下半年以来内需持续收缩，三季度地产急速走弱，多地出现疫情抑制消费需求，基建投资因前期项目储备不足，年末赶工进度有限，海外新一轮疫情增加了外需不确定性。

面对复杂的内外环境，央行对货币政策取向方面也展现出更多宽松意图。此次例会央行表述“促进综合融资成本下降”。我们认为融资成本下降仅靠调降1年期LPR不能实现，需要金融体系的利率中枢下台阶，即政策利率需要不同幅度下移。**降低利率中枢，这是本轮货币宽松的第一个方向。**

自2020年以来银行息差处于低位，银行利润增速远不及之前，目前并不具备充分的银行让利逻辑。保持LPR和MLF利率的紧密联动，这是2019年LPR定价机制重塑的初衷所在。从联动机制出发，目前1年期LPR已有调降，MLF调降时点不远，5年期LPR未来也有调降的可能性。

本次例会对稳地产的政策表述相比于三季度更加明显。改善地产链融资，涉及地产销售和房企融资两个环节，均意味着融资供给放开。**地产是中国全社会杠杆的重要驱动部门，稳地产的另一面也是杠杆企稳。放松房地产融资，稳定杠杆率，这是本轮货币宽松的第二个方向。**

政策层面重视 2022 年稳增长和稳内需，当前对中国小企业和民生就业的关注提到了新高度。一则今年中小企业和服务业板块的失业压力高于历史其他时期，二则 2022 年“迎接党的二十大胜利召开”，需要“保持经济运行在合理区间”。针对民生领域的货币操作可参考 2020 年。**支持民生领域，实施定向宽松，这是本轮货币宽松的第三个方向。**

我们将本次例会表述解读为货币宽松信号再度确认。央行对货币政策“更加主动有为”的表述，意味着未来货币将进一步宽松。宽松方式有两点，一是传统的降息降准等总量工具宽松；二是结构性货币政策工具持续发力。

● 风险提示：

对央行政策理解不到位；货币调控力度超预期；经济韧性超预期。

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

1 逆周期货币宽松信号确认

四季度例会论述宏观趋势和总体货币取向时，有两点说法引起我们关注。对宏观基本面的复杂度展现出更多忧虑，“外部环境更趋复杂严峻和不确定，国内经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。紧随其后，央行对货币政策取向方面也展现出更多宽松意图，“加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合”，“……稳定宏观经济大盘”。

今年下半年以来内需持续收缩，三季度地产更是急速走弱。尽管 11 月地产链条各环节指标边际略有好转，但仍处于历史低位，房企拿地积极性依旧不高。冬季以来多地出现疫情抑制消费需求，基建投资因前期项目储备不足，年末赶工进度有限。与此同时，海外新型病毒导致新一轮疫情，增添了未来外需的不确定性。

面对如此内外环境，央行展现出更多忧虑，并释放更宽松的货币政策信号，也就非常容易理解。

2 宽松方向之一，降低利率中枢

四季度例会中，央行提到“发挥贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业综合融资成本”。三季度相关措辞是“继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低”。三季度央行对利率的关注点仍在“实际贷款利率”，四季度央行对利率的关注点切换至“综合融资成本”。

综合融资成本下降，单靠调降 1 年期 LPR 不能实现。融资成本整体下移意味着金融体系的利率中枢下台阶，政策利率未来或有不同幅度下移。我们认为 MLF 利率，5 年期 LPR 未来均有调降的可能性。

12 月 20 日，1 年期 LPR 调降 5bp，市场对后续货币宽松力度，尤其 MLF 会否调降存在争议。毕竟历史上曾有 LPR 调降，然而 MLF 维持不变的例子。2019 年 LPR 定价机制重塑，LPR 与 MLF 利率联动挂钩的初期，LPR 利率降幅大于 MLF，而当时操作的基本出发点便是银行让利给实体。不少人凭 12 月 MLF 利率保持不动，认为未来 MLF 调降可能性不大，出发点也是银行让利。

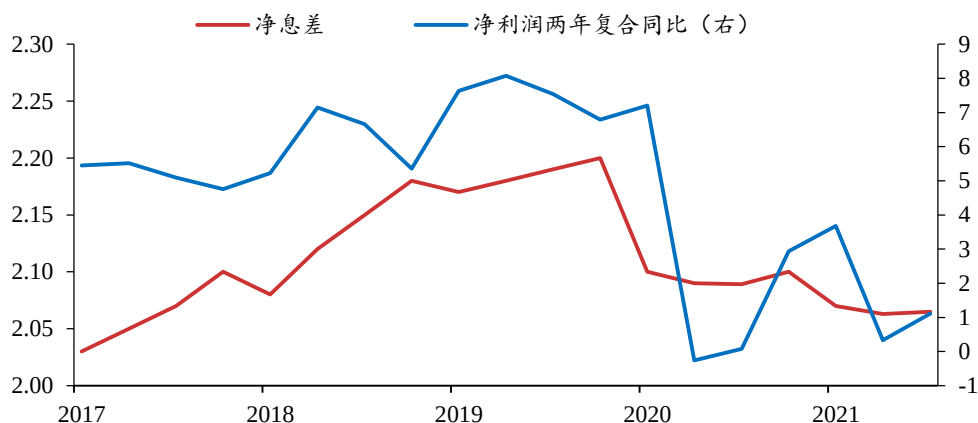
2019 年之所以有银行让利逻辑，一则因为 2018 年资管新规带来信用分层，实体经济和中小企业融资压力过大，二则 2017-2018 年银行利润持续修复，净息差显著改善。然而自 2020 年以来银行息差处于低位，银行利润增速远不及之前。当前时点银行让利的逻辑基础并不如 2019 年那般坚实。

MLF 引导金融货币端利率，LPR 引导实体融资成本。2019 年 LPR 定价机制重塑，MLF 和 LPR 建立联动，意味着金融货币端和实体融资端利率更加紧密互动。自此之后，货币流动性和实体融资不再二元割裂，货币传导机制更加通畅。LPR 和 MLF 保持紧密联动，这是 LPR 定价机制重塑的初衷所在。

本次例会继续强调“完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系”。从利率

传导机制完善角度，MLF 也应该与 LPR 保持紧密联动。目前 1 年期 LPR 已有调降，预计 MLF 调降时点不远。

图1：商业银行净息差和利润增速都不如疫情之前（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

3 宽松方向之二，放松房地产融资

四季度例会中地产相关表述为，“维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环”。相较三季度例会措辞，“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”，四季度稳地产的政策信号更加明显。

放宽地产链融资供给，涉及地产销售和房企融资两个环节。

第一，继续放松居民信贷供给，满足刚需维稳地产销售。

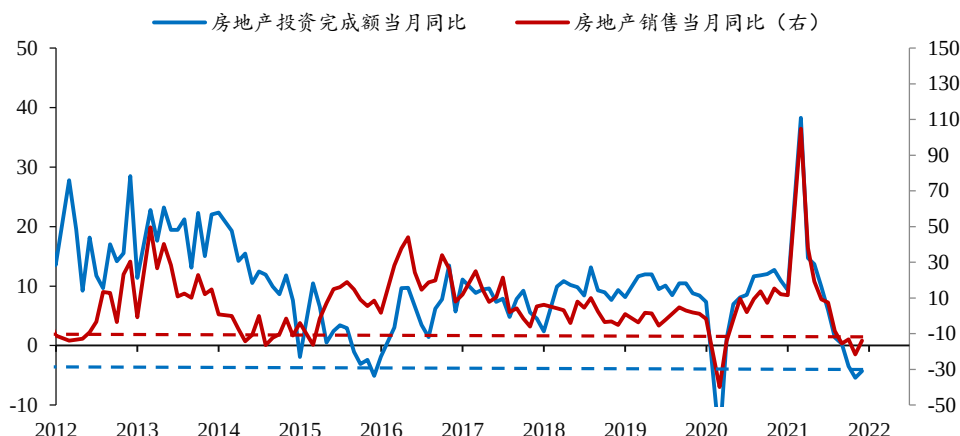
当前地产销售仍位于历史低点，销售回款对地产企业至关重要。今年 10 月以来居民信贷供给已有调松，地产销售有小幅企稳迹象。当然，未来地产销售端能否进一步企稳，关键在于居民需求能否回温。需求背后是居民对地产的悲观预期能否得到扭转。至少在扭转销售预期过程中，融资端需要保持偏松的供给。

第二，放松地产企业融资，以促进房地产市场良性循环。

当下的关键是解决房地产企业资金紧张，给予房企有效的融资支持。与地产销售端问题类似，当前房企融资的关键在于民企融资条件依然无法显著改善。这背后既有三条红线的长期约束，更有市场预期坍塌。能否改善金融体系对民企融资的风险偏好，才是未来房企融资能否系统性改善的关键。预期能否改善取决于货币之外的政策，而在预期改善过程中，货币端能够做的是维持相对宽松的融资供给。

宏观层面看好地产对冲政策，落脚点在于看多货币宽松力度。地产是全社会杠杆重要驱动部门，看好地产的另一面也是看好杠杆企稳。

图2: 目前房地产销售和投资边际改善 (单位: %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

4 宽松方向之三，支持民生领域

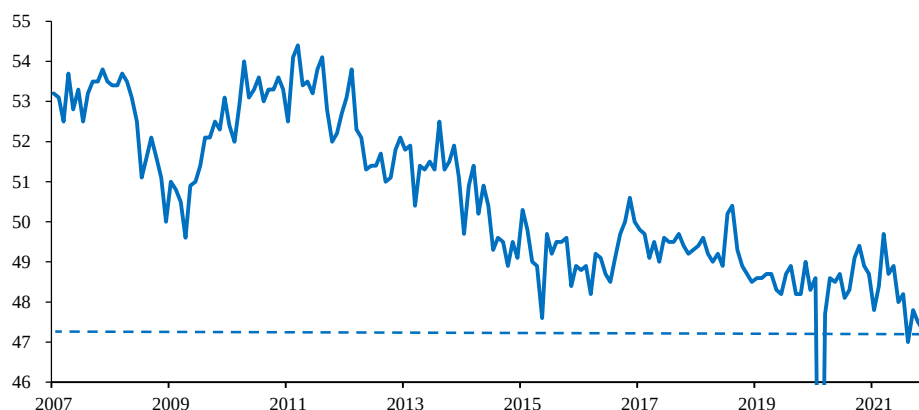
四季度例会强调“实施好扩大内需战略，继续做好“六稳”“六保”工作，加强金融与财政、产业、监管政策之间的协调，……迎接党的二十大胜利召开”。政策层面高度重视 2022 年稳增长和稳内需。

此外，本次例会还提到“将两项直达实体经济货币政策工具转换为支持普惠小微企业和个体工商户的市场化政策工具”，显示目前政策层面关注中国小微企业和民生就业问题。

当前中国就业压力主要来自最靠近中低收入群体的服务业板块，这一点和历史表现极为不同。历史上中国就服务业就业并未体现出明显的周期特征。然而本次疫情对经济最直接冲击服务业，尤其是餐饮、批发零售等线下服务业，而最受影响的也是中低收入群体。

本轮逆周期货币宽松，目的在于防止内需进一步下滑。中小企业和服务业就业问题关系社会稳定，2022 年中小企业和就业稳定重要性空前。货币端相关操作可参考 2020 年，当前应对疫情采用诸多定向结构性工具，例如两支直达实体融资工具。2022 年或仍有类似操作。

图3: 当前非制造业就业水平已经低至历史新低 (单位: %)



资料来源: wind, 民生证券研究院

5 货币宽松的总量和结构两类方式

本次会议释放更加积极的货币政策信号,“货币政策……发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”、“结构性货币政策工具要积极做好‘加法’,精准发力。”我们更愿意将四季度例会表述解读为,本轮货币宽松信号再次确认。

我们认为未来货币政策将进一步加码,降息降准等总量工具和结构性货币政策工具继续使用,维稳宏观经济增长。

传统降准降息的总量宽松将持续。我们看 2022 年至少降准 2 次,MLF 利率调降等降息操作也会继续。历史经验上,除支持疫情经济恢复宽松外,一旦宽松周期开始持续时间最少约半年左右,如 2014—2015 年的降息周期。

结构货币工具重点支持两大领域。一类是结构性工具主要针对传统小微企业融资便利,解决二元信用问题。另一类结构性工具针对性撬动清洁能源、碳减排、新兴高端制造业等领域信贷增长,解决经济发展长期命题。

6 风险提示

对央行政策理解不到位;货币调控力度超预期;经济韧性超预期。

插图目录

图 1: 商业银行净息差和利润增速都不如疫情之前 (%)	3
图 2: 目前房地产销售和投资边际改善 (单位: %)	4
图 3: 当前服务业就业水平已经低至历史新低 (单位: %)	5

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_31857

