



# 任泽平：央行 3 季度货币政策执行报告传递的信号



意见领袖 | 任泽平团队



特别鸣谢：曹志楠 实习生贾丽丽

对数据整理有贡献

图表：2021年第三季度货币政策执行报告口径变化

	2021Q2	2021Q3
总基调	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，稳字当头，坚持正常的货币政策，搞好跨周期政策设计，增强宏观政策自主性。根据国内经济形势和物价走势把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系。坚决不搞“大水漫灌”。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，以我为主，稳字当头，把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系，做好跨周期调节，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。
全球经济形势	全球经济总体延续复苏但分化严重，劳动力市场恢复有限，通胀预期明显升温，近期多国疫情反弹给经济前景带来新的不确定性。主要发达经济体货币政策转向步伐可能加快，全球尤其是新兴经济体跨境资本流动、汇率和金融市场波动加大等问题均值得关注。	全球经济复苏边际放缓与供应链摩擦加剧相叠加，大宗商品尤其是能源产品价格冲高、原材料供应不足、部分岗位劳动力紧缺、不同领域经济分化加大等问题凸显。主要发达经济体货币政策已开始调整，需对其可能引发的金融市场震荡及对新兴经济体的溢出影响高度关注。
国内经济形势	我国发展仍然处于重要战略机遇期，经济长期向好、高质量发展的基本面没有改变。外部环境更趋严峻复杂，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。总的看通胀压力可控，不存在长期通胀或通缩的基础。	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。外部环境更趋复杂严峻，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。通胀压力总体可控。
流动性管理	灵活开展公开市场操作，保持银行体系流动性不松不紧、合理充裕。通过跨周期安排降低流动性波动，稳定市场预期。	灵活开展公开市场操作，保持银行体系流动性总量合理充裕。
宏观审慎MPA	发挥好MPA在优化信贷结构和促进金融供给侧结构性改革中的作用。引导金融机构继续加大对普惠小微企业和制造业中长期融资的支持力度。	完善系统重要性金融机构监管框架，完善跨境融资宏观审慎管理。
信贷	发挥信贷政策的结构引导作用，深入推进金融支持稳企业保就业。积极运用支农、支小再贷款、再贴现等工具，引导金融机构对小微、民营企业、“三农”、扶贫等领域进一步加大政策支持力度。有序推进碳减排政策支持工具设立工作。	发挥信贷政策的结构引导作用，进一步推进金融支持稳企业保就业。积极运用支农、支小再贷款、再贴现等工具，引导金融机构加大对小微、民营企业、“三农”、扶贫等国民经济重点领域、薄弱环节和区域协调发展的支持力度。创设推出碳减排支持工具。
未来政策展望	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，稳字当头。根据国内经济形势和物价走势把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系。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。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。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，以我为主，稳字当头。把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系。继续释放贷款市场报价利率改革效能，推动小微企业综合融资成本稳中有降。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，维护住房消费者的合法权益。

资料来源：央行，泽平宏观

事件：2021 年 11 月 19 日，央行发布 2021 年三季度中国货币政策执行报告。

1、经济面临下行压力，货币政策边际放松，结构性工具支持碳减排、中小企业

2021 年三季度货币政策执行报告相比二季度有以下七点变化：

1) 对经济下行压力的担忧明显增大。11 月 18 日，李克强主持召开经济形势专家和企业家座谈会，会议指出“我国经济出现新的下行压力，要在高基数上继续保持平稳运行面临很多挑战”，重提“六稳”“六保”，特别是保就业保民生保市场主体。央行判断经济持续恢复，但面临一些阶段性、结构性、周期性因素制约，保持经济平稳运行的难度加大，包括疫情多地散发、大宗商品价格高企等，表明政策制定者对于经济下行压力的担忧有所加大，通胀压力总体可控。

2) 删去“管好货币总闸门”和“坚决不搞‘大水漫灌’”的表述，稳增长重要性提升。Q3 报告删去“管好货币总闸门”和“坚决不搞‘大水漫灌’”的表述，新增“坚持把服务实体经济放到更加突出的位置”，延续了近期央行、银保监会频繁释放稳信贷、满足房地产合理融资需求等政策导向。

3) 新增推动 SLF 操作方式改革，不宜根据流动性总量判断货币松紧。报告新增“推动常备借贷便利操作方式改革”，将“引导市场利率围绕央

行政策利率波动”改为“引导货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行”，开设专栏阐述不宜认为超储率下降就意味着流动性收紧，引导市场关注价格指数。7月，央行降准旨在满足金融机构合理的流动性需求，常备借贷便利操作电子化方式改革，均指向保持货币总量稳定，促进货币市场平稳运行。

4) 新增“增强信贷总量增长的稳定性”，结构性货币政策工具落地，强调稳信贷和精准直达。仍延续“发挥好结构性货币政策工具作用”提法，删去“以适度的货币增长支持经济高质量发展”“通过对信贷增长缓慢省份增加再贷款”。结构性工具落地，一是新增3000亿元支小再贷款额度，二是实施好两项直达实体经济货币政策工具的延期工作，三是2000亿元再贷款额度支持区域协调发展，四是落实好碳减排支持工具，设立2000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款。

5) 删除“实际贷款利率进一步降低”，改为“推动小微企业综合融资成本稳中有降”。三季度除票据利率外，其他贷款利率较二季度均小幅上行，但仍处于历史较低水平，央行基本完成降低实体经济贷款成本的目标，未来转向优化存款利率改革来降低银行负债成本、推动明示贷款年化利率以降低综合融资成本。

6) 强调“以我为主”，央行高度关注美联储收紧货币带来的外部冲击。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，开始调整后，可能引发新兴经济体资本流出、汇率贬值、金融市场震荡。央行判断我国

经济体量扩大、跨周期、汇率市场化改革、全口径跨境融资宏观审慎管理等政策设计，有助于提高金融体系稳定性，因此美联储缩债对我国影响有限。

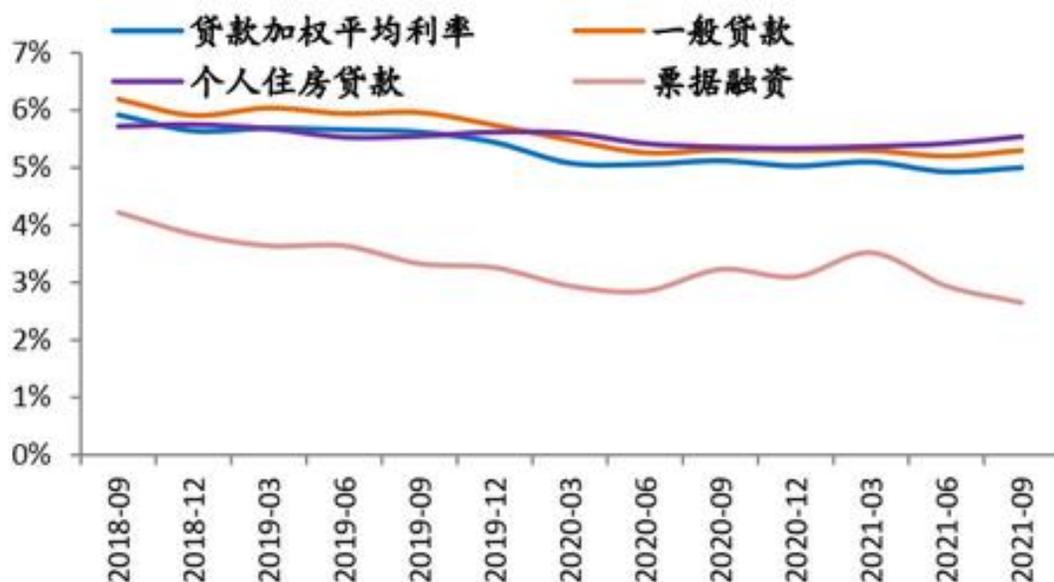
7) 新增“以经济高质量发展化解金融风险”“避免处置风险过程中引发次生金融风险”，央行对当前防风险的关注提高。对于当前市场高度关注的房地产风险，央行判断风险总体可控，将配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者的合法权益。

2、从利率来看，实体经济贷款利率处于历史低位央行以 LPR 改革。

优化存款利率监督等方式，推动融资成本稳中有降。2021 年 9 月，贷款加权平均利率为 5.00%，较第二季度上升 7bp。其中，除票据利率环比下降 29BP 外，一般贷款利率、企业贷款利率、个人住房贷款利率分别较二季度上升 10BP、1BP、12BP，虽然小幅上行，但仍处于历史低位。

未来，央行将努力巩固好前期贷款利率下行成果。一是央行基本完成实体经济降贷款成本目标，后续将持续释放 LPR 改革潜力，优化金融资源配置结构。二是通过存款利率监管和存款利率自律上限的优化，减少隐性费用，降低金融机构负债端成本。三是持续推动明示贷款年化利率，降低综合成本。

图表：实体经济贷款利率持续处于历史低位



资料来源：Wind，泽平宏观

泽平宏观

### 3、从通胀来看，CPI 底部回升，PPI 涨幅创新高。

蔬菜和能源类产品拉动 CPI 上升。10 月 CPI 同比上涨 1.5%，扩大 0.8 个百分点。食品项同比下降 2.4%，降幅收窄，其中，受降雨天气、季节更替、局部地区疫情散发及生产运输成本增加等因素影响，鲜菜价格环比上涨 16.6%，影响 CPI 上涨约 0.34 个百分点，抵消猪肉价格下降的拖累。非食品项同比上涨 2.1%，主要是能源价格上涨推动，汽油和柴油价格分别上

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\\_29884](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29884)

