



王涵解读三季度央行货币政策：以我为主，防范风险



文/意见领袖专栏作家 王涵



投资要点

事件：11月19日，央行发布了2021年三季度货币政策执行报告。

我们认为：

经济形势研判：全球经济复苏边际放缓，但国内经济保持韧性。9月以来，国内经济面临较明显压力，但央行在报告中强调中国是“具有强劲韧性的超大型经济体”，“发展潜力大、回旋空间广阔”。不过也应认识到，新冠肺炎疫情脉冲式扰动的可能性仍然存在，全球经济复苏的动能已经减弱。在这一背景下，“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”。同时，央行也对近期市场关注的通胀及房地产问题做

出解答：

通胀：海外或持续较长时间，国内总体可控。受全球供应链阻滞、能源短缺以及劳动力市场供需错配的影响，近期多数发达国家经济体通胀水平已创历史新高。央行认为，新冠肺炎扰动仍存，叠加前述原因，海外通胀可能“持续更长时间”。同时，考虑到中国是全球主要生产国，经济自给能力较强，央行指出“我国总供给总需求基本稳定”，因此我国“通胀压力总体可控”。

地产：地产政策或不会有明显松动。在地产融资渠道严格受控的背景下，9月以来房地产市场迅速降温。央行在本次报告中强调“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”，或表明大幅放松地产融资端的可能性较低。

货币政策思路：以我为主，稳字当头。此次央行在货币政策执行思路中加入“以我为主”的表述，同时在专栏三“发达经济体货币政策调整及应对”中强调当前发达经济政策转向对中国影响有限。我国货币政策将根据国内经济和物价，做好“搞好跨周期设计”。

信用风险处置窗口期，强调防范化解重大金融风险。本次货币政策执行报告相比于二季度，关于防范金融风险的表述由“构建防范化解金融风险长效机制”，转变为“统筹做好重大金融风险防范化解工作”。从“构建长效机制”到“做好工作”的变化或反映出央行对信用风险压力的担忧。我们在2022年度宏观报告（《20211115-新“新常态”》）中强调，在“房

住不炒”和“共同富裕”的大背景下，大幅宽信用可能性较低，央行仍将坚持“以稳为主”，传统依赖投资扩张的行业或面临较严重的债务压力。而在债务问题的处置过程中，通过利率中枢下行降低付息成本对于央行而言是“性价比”较高的政策选择。

风险提示：通胀上升风险，发达经济体宽松货币政策退出风险。

图表 1: 2021 年三季度《货币政策执行报告》内容一览

	2021 年三季度	2021 年二季度
总思路	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，推动高质量发展，加强国内外经济形势边际变化的研判分析，统筹今明两年宏观政策衔接，坚持把服务实体经济放到更加突出的位置，保持货币政策稳定性，稳定市场预期，努力完成今年经济发展主要目标任务。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，推动高质量发展。统筹今明两年宏观政策衔接，保持货币政策稳定性，增强前瞻性、有效性，坚决不搞“大水漫灌”，继续聚焦支持实体经济，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，确保“十四五”开好局，起好步，推动经济行稳致远。
经济展望	第三季度以来，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。展望未来， 新冠肺炎疫情持续脉冲式扰动的可能性仍存 ，全球经济形势依然复杂严峻， 供应瓶颈、能源短缺等可能导致海外生产消费受阻，通胀持续更长时间 。同时，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。 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。……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 。	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。未来，疫情演进仍是影响全球经济复苏的重要因素，此外通胀水平保持高位，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。 今年以来，我国统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，经济持续稳定恢复，稳中向好。也要看到，全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，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。
货币政策	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 ，完善货币供应调控机制，保持流动性合理充裕， 增强信贷总量增长的稳定性 ，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，密切跟踪研判物价走势，稳定社会预期，努力保持物价水平总体稳定。 保持货币信贷和社会融资规模合理增长， 做好流动性跨周期调节 ，…… 进一步提高货币政策操作的前瞻性、灵活性和有效性，保持流动性合理充裕……增强信贷总量增长的稳定性；健全可持续的资本补充机制，多渠道补充商业银行资本，加大对中小银行发行永续债等资本补充工具的支持力度，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， 稳字当头 ，坚持实施正常的货币政策， 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， 维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性 。 保持货币信贷和社会融资规模合理增长， 管好货币总闸门，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定……健全可持续的资本补充体制机制，重点支持中小银行补充资本，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。
再贷款再贴现	继续落实和发挥好结构性货币政策工具的牵引带动作用， 保持对小微企业的金融支持力度不减，更好发挥其稳企业保就业的重要作用。……用好 2000 亿元再贷款额度支持区域协调发展，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，引导金融机构加大对中小微企业、绿色发展等重点领域和薄弱环节的支持力度。 构建金融有效支持实体经济的体制机制，加大普惠小微	落实和发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具的牵引带动作用。 运用好碳减排支持工具推动绿色低碳发展，有序推动碳减排支持工具落地生效，向符合条件的金融机构提供低成本资金，支持金融机构为具有显著碳减排效应的重点领域提供优惠利率融资，引导金融机构按照市场化原则支持绿色低碳发展。

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_29885

