

2021年09月27日

政策方向不变，坚定债牛不动摇

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

● **经济总量下行、结构不均衡下，货币政策“以稳为主”、加强与财政等政策协调**例会将对经济研判较此前略谨慎，强调加强对经济形势边际变化的研判分析。货币政策委员会例会，对经济形势的回顾分析比二季度例会的表态略显谨慎，例如，把“经济总体延续稳定恢复态势”中的“稳定”二字拿掉，把“大力服务实体经济”表述改为“努力服务...”等；对未来经济的研判，延续二季度货币政策执行报告的谨慎态度，强调“外部环境更趋严峻复杂，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”等。

货币政策坚持“稳字当头”大基调的同时，强调要加强财政、产业、监管政策之间的协调。与二季度例会新闻稿相比的明显不同表述有，“增强信贷总量增长的稳定性”、“有序推动碳减排支持工具落地生效”等，但基本在年中以来的央行各种会议、领导讲话等中已经出现；“稳字当头”思路一贯始终，“坚持把服务实体经济放到更加突出的位置”，加强与其他政策协调、统筹金融支持实体经济与防风险。

● **政策操作以定向支持、调结构为导向，地产调控方向不变、关注“次生风险”**政策操作兼顾中短期和长期目标的平衡，加强对小微企业等薄弱领域支持的同时，加快产业转型升级。除小微企业贷款延期还本付息和信贷支持工具等延期外，新增3000亿支小再贷款额度、计划年内用完；明确“有序推动碳减排支持工具落地生效”，继续引导机构增加对制造业中长期贷款等、推动经济高质量发展。

例会自2004年以来首次提到地产，“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。尽管例会里首次提及，“房地产健康发展”表述在2009年和2020年四季度执行报告中出现过，宏观形势与政策背景大为不同；2020年四季度指出，地产贷款集中度制度，“有助于提高金融体系的韧性和稳健性”，“促进房地产市场的健康发展”。当前重提，或意味着坚持防范化解地产等金融风险方向不变，同时也要留意在此过程中的“次生风险”，及对房屋交付等冲击带来的民生影响。

● **多重目标约束下，货币流动性环境或持续保持低位平稳，坚定债牛不动摇**多重目标约束下，货币流动性环境持续保持低位平稳。当前政策面临的内外部形势复杂严峻，政策调控过程中既要注重内外部均衡，又要注重支持实体经济与防风险的平衡，还要服务调结构等。服务于多重目标下，货币政策并没有市场预期的“大起大落”，坚持“以稳为主”、“以我为主”；操作灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕，使得货币市场利率持续低位水平保持低波动，有利于债市。

经济增长的合意区间已然下了台阶，经济金融形势分析需要在“新”基准下展开，无论对信用、利率或其他宏观变量的理解，皆是如此。疫情期间，潜在增速水平进一步下台阶，经济增速已彻底告别6%时代，与之相匹配的合意社融增速或在10-11%附近；传统引擎受限，叠加需求走弱、结构分化，信用环境由紧转松并不容易。继续强调，本轮债牛基础牢固、不要轻易“下车”，调整或提供加仓机会。

● **风险提示：**限产等影响外溢，债务风险加速暴露。

相关研究报告

《宏观经济专题-恒大不会成为中国的“雷曼时刻”》-2021.9.26

《宏观经济专题-贷款流向全景图》-2021.9.26

《宏观经济专题-美国“财政悬崖”再袭》-2021.9.26

目 录

1、 事件：三季度货币政策委员会例会	3
2、 点评：政策“稳字当头”，地产调控方向不变	3
3、 风险提示	4

图表目录

表 1： 2021 年二季度和三季度货币政策委员会例会重点内容比较	4
---	---

1、事件：三季度货币政策委员会例会

9月27日，央行货币政策委员会召开2021年第三季度例会。

2、点评：政策“稳字当头”，地产调控方向不变

例会对经济研判较此前略谨慎，强调加强对经济形势边际变化的研判分析。货币政策委员会例会，对经济形势的回顾分析比二季度例会的表态略显谨慎，例如，把“经济总体延续稳定恢复态势”中的“稳定”二字拿掉，把“大力服务实体经济”表述改为“努力服务...”等；对未来经济的研判，延续二季度货币政策执行报告的谨慎态度，强调“外部环境更趋严峻复杂，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”等。

货币政策坚持“稳字当头”大基调的同时，强调要加强财政、产业、监管政策之间的协调。与二季度例会新闻稿相比的明显不同表述有，“增强信贷总量增长的稳定性”、“有序推动碳减排支持工具落地生效”等，但基本在年中以来的央行各种会议、领导讲话等中已经出现；“稳字当头”思路一贯始终，“坚持把服务实体经济放到更加突出的位置”，加强与其他政策协调、统筹金融支持实体经济与防风险。

政策操作兼顾中短期和长期目标的平衡，加强对小微企业等薄弱领域支持的同时，加快产业转型升级。除小微企业贷款延期还本付息和信贷支持工具等延期外，新增3000亿支小再贷款额度、计划年内用完；明确“有序推动碳减排支持工具落地生效”，继续引导机构增加对制造业中长期贷款等、推动经济高质量发展。

例会自2004年以来首次提到地产，“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。尽管例会里首次提及，“房地产健康发展”表述在2009年和2020年四季度执行报告中出现过，宏观形势与政策背景大为不同；2020年四季度指出，地产贷款集中度制度，“有助于提高金融体系的韧性和稳健性”，“促进房地产市场的健康发展”。当前重提，或意味着坚持防范化解地产等金融风险方向不变，同时也要留意在此过程中的“次生风险”，及对房屋交付等冲击带来的民生影响。

多重目标约束下，货币流动性环境持续保持低位平稳。当前政策面临的内外部形势复杂严峻，政策调控过程中既要注重内外部均衡，又要注重支持实体经济与防风险的平衡，还要服务调结构等。服务于多重目标下，货币政策并没有市场预期的“大起大落”，坚持“以稳为主”、“以我为主”；操作灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕，使得货币市场利率持续低位水平保持低波动，有利于债市。

经济增长的合意区间已然下了台阶，经济金融形势分析需要在“新”基准下展开，无论对信用、利率或其他宏观变量的理解，皆是如此。疫情期间，潜在增速水平进一步下台阶，经济增速已彻底告别6%时代，与之相匹配的合意社融增速或在10-11%附近；传统引擎受限，叠加需求走弱、结构分化，信用环境由紧转松并不容易。继续强调，本轮债牛基础牢固、不要轻易“下车”，调整或提供加仓机会。

表1: 2021年二季度和三季度货币政策委员会例会重点内容比较

	2021Q2	2021Q3
经济金融形势	今年以来我国统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，有力实施宏观政策，国民经济总体延续 稳定 恢复态势。稳健的货币政策保持连续性、稳定性、可持续性，科学管理市场预期， 大力服务实体经济 ，有效防控金融风险...贷款利率稳中有降，人民币汇率预期平稳...	今年以来我国统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，有效实施宏观政策，经济总体延续恢复态势。稳健的货币政策保持连续性、稳定性、可持续性，科学管理市场预期， 努力服务实体经济 ，有效防控金融风险...贷款利率稳中有降...
政策基调及展望	会议指出，当前我国经济运行 稳中加固、稳中向好 ，但国内外环境依然复杂严峻...稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增长基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，维护经济大局总体平稳...进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具等措施的牵引带动作用...综合施策支持区域协调发展，加大力度支持普惠金融，引导金融机构加大对科技创新、小微企业和绿色发展等领域的支持...，推动实际贷款利率进一步降低...加强预期管理，促进 内外平衡 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定... 研究设立碳减排支持工具 ，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系...坚持稳中求进工作总基调，稳字当头...灵活精准实施货币政策，处理好恢复经济与防范风险的关系，保持经济运行在合理区间， 推动经济在恢复中达到更高水平均衡 ，以优异成绩庆祝中国共产党成立100周年。	会议指出...外部环境更趋严峻复杂，国内经济恢复 仍然不稳固、不均衡 。要加强国内外经济形势 边际变化的研判分析 ... 统筹做好今明两年宏观政策衔接 ，支持经济高质量发展。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕， 增强信贷总量增长的稳定性 ... 坚持把服务实体经济放到更加突出的位置 ...进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具等措施的牵引带动作用， 用好新增3000亿元支小再贷款额度 ，支持增加小微企业和个体工商户贷款... 支持银行补充资本 ，提高服务实体经济和防范金融风险的能力...推动实际贷款利率进一步降低...加强预期管理， 把握好内部均衡和外部均衡的平衡 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定... 有序推动碳减排支持工具落地生效 ，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。 维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益 。推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，完整、准确、全面贯彻新发展理念...灵活精准实施货币政策， 加强与财政、产业、监管政策之间的协调 ，统筹金融支持实体经济与防风险，保持经济运行在合理区间，推动经济高质量发展。

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

3、风险提示

限产等影响外溢，债务风险加速暴露。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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_27154

