

固定收益点评

平淡的表态——3季度货币政策执行报告

昨日央行发布了3季度货币政策执行报告。在房地产行业下行压力加大，风险上升的环境下，市场关注央行对未来房地产调控政策如何定调。此外，国内PPI在10月超预期大幅上行，海外美联储开启Taper，这些对国内货币政策有何影响，这也是市场关注的点。但从本次央行货币政策表述来看，基本上延续了此前基调，变化不大，表述较为平淡。

第一、本次货币政策并未过度强调经济下行风险。2季度货币政策执行报告认为“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”。本次央行对经济的定调是“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”。央行的表述确认了经济下行压力较2季度上升，但是并未过度强调经济下行风险。央行认为我国经济有较强韧性，回旋余地足。并且央行指出经济结构在优化，制造业增加值占比上升，最终消费对经济增长的贡献率提高。

第二，央行对房地产的态度依然延续此前表述，有稳定的表态，但力度不强。央行认为“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”。并且继续强调“实施好房地产金融审慎管理制度”。央行对房地产行业的态度继续延续之前的表态，放松的力度没有加码。根据我们在此前的报告《当前房地产行业资金缺口有多大》中的测算，房企平均每个月的资金缺口在3000亿左右。当前政策虽然在放松按揭贷款，10月居民中长期贷款同比小幅增加了162亿元，但这些资金会有很大一部分在监管账户，短期内给房企补流的资金有限。房企信用风险上升，除非政策出现明显的改变，则房贷贷短期内也难以放量。当前地产资金缺口大，温和政策对地产融资的改善效果有限。

第三、货币政策以稳为主，流动性将继续保持合理充裕。央行对货币政策的定调是“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，以我为主，稳字当头”，删除了“管好货币总闸门”。在经济下行压力加大的背景下，货币政策收紧的必要性有限，而是会继续以稳为主。重点是推进宽信用，在本次货币政策执行报告中央行继续强调要“增强信贷总量增长的稳定性”。流动性层面，央行也延续此前的表述将继续引导市场利率围绕央行政策利率平稳运行，因而流动性也将保持合理充裕。货币政策“以我为主”，联储Taper对国内货币政策影响有限。

第四、利率小幅上升，房贷利率升幅明显，显示信贷约束导致三季度信贷相对供给偏紧。9月贷款加权平均利率为5%，较前值回升了7bp。拉动贷款加权平均利率上行的主要因素是个人住房贷款利率快速上行至了12bp。由于按揭额度趋紧，并且政府面对房地产调控趋严，这导致了按揭贷款利率在3季度环比的快速上行。由于按揭需求边际走弱，按揭额度在逐步增加，按揭利率后续难以继续上行，不排除稳步回落。

第五，通胀对货币政策影响有限。央行并不认为国内会面临较大的通胀压力，依然认为“通胀压力总体可控”。在猪肉价格和蔬菜价格反弹的带动下，10月CPI出现明显的跳升，但央行并不担心这会持续，央行认为“预计四季度CPI温和上涨，总体保持在合理区间内平稳运行”。对于PPI央行预计短期内将维持高位。通胀对货币政策的影响有限，对债市影响也可控。

货币政策表态平淡，关注后续信用政策变化，这是打破当前债市震荡格局的主导因素。本次货币政策执行报告表述平淡，总体增量信息有限。央行货币政策将以稳为主，做好配合，维持流动性合理充裕。当前货币政策并非核心矛盾，债务管控政策以及财政政策才是，特别是房地产相关的信用投放政策的变化。因而，货币政策表述变化不大也在情理之中。当前债市依然处于震荡格局，未来继续观察信用政策变化，这是决定后续债市走势的主要因素。如果信用政策出现改善，宽信用将稳步推进，这会改变市场对未来经济的悲观预期，从而给债市利率带来上行风险。年末中央经济工作会议依然是观察稳增长和宽信用推进力度的核心时点。

风险提示：宽信用推进不及预期。

作者

分析师 杨业伟

执业证书编号：S0680520050001

邮箱：yangyewei@gszq.com

分析师 张伟

执业证书编号：S0680520040001

邮箱：zhangwei2920@gszq.com

相关研究

- 1、《固定收益专题：哪些地区更为依赖土地出让收入？》2021-11-19
- 2、《固定收益点评：向无风险化迈进？——永煤事件周年记》2021-11-18
- 3、《固定收益专题：风暴眼的信托——从风险和监管角度看对债市影响》2021-11-15
- 4、《固定收益点评：地产是经济核心风险——10月经济数据点评》2021-11-15
- 5、《固定收益定期：20211114-国盛固收经济与债市手册》2021-11-14

内容目录

平淡的表态——3季度货币政策执行报告	3
附录：货币政策报告第五部分“货币政策趋势”文本对比	5

图表目录

图表 1: 9月房地产开发贷余额增速下行至了 0.02%	3
图表 2: R007 和 DR007 中枢在 OMO 附近	4
图表 3: 同业存单利率近期有所上行	4
图表 4: 贷款利率上行, 按揭利率上行最快	4

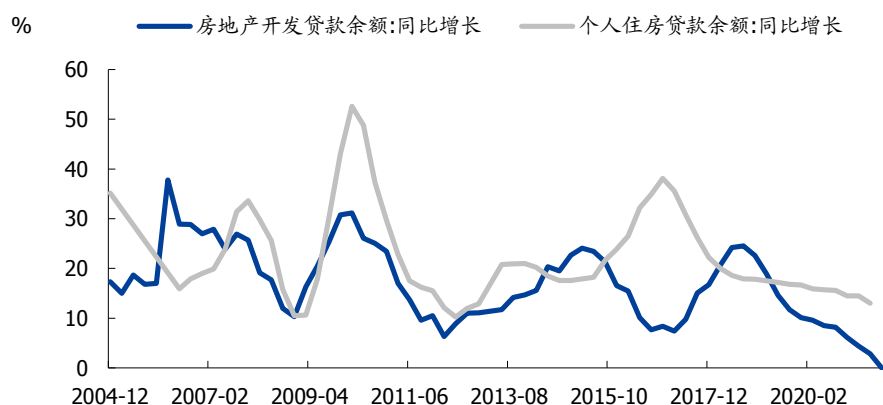
平淡的表态——3季度货币政策执行报告

昨日央行发布了3季度货币政策执行报告。在房地产行业下行压力加大，风险上升的环境下，市场对央行对房地产调控政策如何定调较为关注。此外，国内PPI在10月起预期大幅上行，海外美联储开启Taper，这些对国内货币政策有何影响，也是市场关注的重点，但从本次央行货币政策表述来看，基本上延续了此前基调，变化不大，表述较为平淡。

第一、本次货币政策并未过度强调经济下行风险。2季度货币政策执行报告认为“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”。本次央行对经济的定调是“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”。3季度实际GDP增速下行至4.9%，而4季度经济增速将继续下行至3%附近，实际经济下行压力加大。央行的表述也确认了经济下行压力较2季度上升，但是并未过度强调经济下行风险。央行认为“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”。并且央行指出经济结构性在优化，制造业增加值占比上升，最终消费对经济增长的贡献率提高，以及出口向好。

第二，央行对房地产的态度依然延续此前表述，有稳定的表态，但力度不强。央行认为“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”。并且继续强调“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段……实施好房地产金融审慎管理制度……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”。央行对房地产行业的态度继续延续之前的表态，放松的力度不强。根据我们在此前的报告《当前房地产行业资金缺口有多大》中的测算，房企平均每个月的资金缺口在3000亿左右。当前政策虽然在放松按揭贷款，10月居民中长期贷款同比小幅增加了162亿元，但这些资金会有很大一部分在监管账户，短期内给房企补流的资金有限。房企信用风险上升，除非政策出现明显的改变，则房开贷短期内也难以放量。当前地产资金缺口大，温和政策对地产融资的改善效果有限。

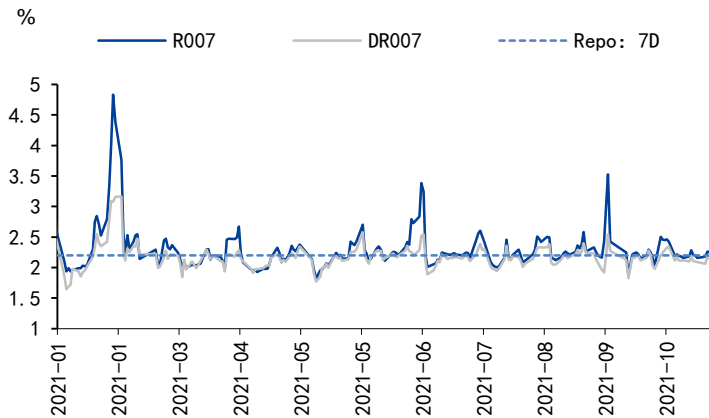
图表1: 9月房地产开发贷余额增速下行至了0.02%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

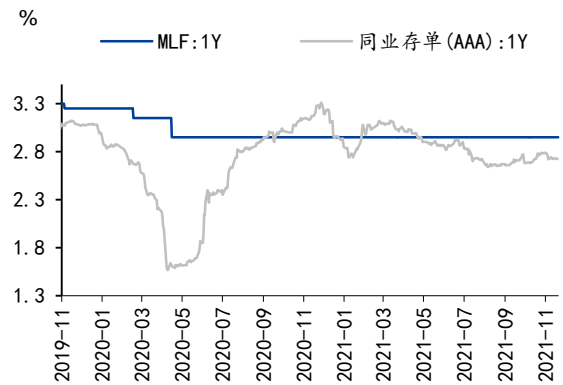
第三、货币政策以稳为主，流动性将继续保持合理充裕。央行对下一阶段货币政策的表述是“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，以我为主，稳字当头”，删除了“管好货币总闸门”。在经济下行压力加大的背景下，货币政策收紧的必要性有限，而是会继续以稳为主，重点是推进宽信用，在本次货币政策执行报告中央行继续强调要“增强信贷总量增长的稳定性”。流动性层面，央行也延续此前的表述将继续引导市场利率围绕央行政策利率平稳运行，流动性也将保持合理充裕。

图表 2: R007 和 DR007 中枢在 OMO 附近



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

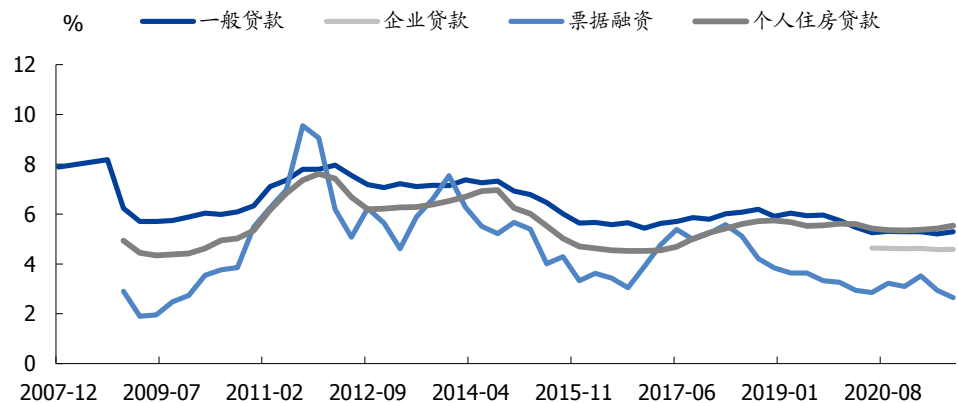
图表 3: 同业存单利率近期有所上行



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

第四、利率小幅上升，房贷利率升幅明显，显示信贷约束导致三季度信贷相对供给偏紧。9月贷款加权平均利率为5%，较前值回升了7bp。其中企业贷款利率为4.59%，较前值微幅上行0.1bp，票据利率继续下行29bp至2.65%。拉动贷款加权平均利率上行的主要因素是个人住房贷款利率快速上行至12bp。由于按揭额度趋紧，并且政府面对房地产调控趋严，这导致了按揭贷款利率在3季度环比的快速上行。由于按揭需求边际走弱，按揭额度在逐步增加，按揭利率后续难以继续上行，不排除稳步回落。贝壳研究院报告显示，10月其监测的90座城市中，主流首套房贷利率为5.73%，二套利率为5.99%，均较上月下调1个基点。

图表 4: 贷款利率上行，按揭利率上行最快



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

第五，通胀对货币政策影响有限。央行依然认为“通胀压力总体可控”，在猪肉价格和蔬菜价格反弹的带动下，10月CPI出现明显的跳升，但央行并不担心这会持续，央行认为“预计四季度CPI温和上涨，总体保持在合理区间内平稳运行”。对于PPI央行预计短期内将维持高位。展望后市，央行认为“我国总供给总需求基本稳定，央行实施正常货币政策，有利于物价走势中长期保持稳定”。通胀对货币政策的影响有限，对债市影响也可控。

货币政策表态平淡，关注后续信用政策变化，这是打破当前债市震荡格局的主导因素。本次货币政策执行报告表述平淡，总体增量信息有限。央行货币政策将以稳为主，做好

配合，维持流动性合理充裕。当前货币政策并非核心矛盾，债务管控政策以及财政政策才是，特别是房地产相关的信用投放政策的变化。因而，货币政策表述变化不大也在情理之中。当前债市依然处于震荡格局，未来继续观察信用政策变化，这是决定后续债市走势的主要因素。如果信用政策出现改善，宽信用将稳步推进，这会改变市场对未来经济的悲观预期，从而给债市利率带来上行风险。年末中央经济工作会议依然是观察稳增长和宽信用推进力度的核心时点。

附录：货币政策报告第五部分“货币政策趋势”文本对比

以下为《2021年第三季度中国货币政策执行报告》第五部分“货币政策趋势”的文本对比分析。我们通过对比2021年3季度和2021年2季度报告的文字差异，来寻找货币政策的新动向。正体部分为上季度已有的语句；黑体部分为新增语句；加了删除线的部分为2021年2季度报告中有，但在2021年3季度报告中删除的语句。

1、对实体经济看法

基调

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。今年以来，我国科学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、稳中向好保持较好发展态势~~，**主要宏观指标总体处于合理区间。第二季度我国前三季度GDP同比增长7.9%9.8%**，两年平均增长**5.5%5.2%**，较第一季度加快0.5个百分点。中长期看，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~~。

积极因素

第三季度我国经济持续恢复增长保持恢复态势，发展动力进一步增强韧性持续显现，**GDP同比增长4.9%**，两年平均增长**4.9%**。第二三季度农业生产形势较好，工业生产质效提升保持增长、~~效益增速较快~~；经济结构调整优化，制造业增加值占比提高，最终消费对经济增长的贡献率提高，单位**GDP**能耗下降；出口保持较快增长，贸易结构持续改善；~~出口保持较快增长，投资和消费稳步恢复~~，就业形势总体稳定，市场预期保持平稳民生保障有力有效，为下半年经济运行打下了比较好的实现全年经济社会发展目标打下了良好基础。稳健的货币政策保持了连续性、稳定性、可持续性，科学管理市场预期，~~大力努力~~服务实体经济，有效防控金融风险，保持宏观杠杆率**保持基本稳定取得显著成效**。人民币汇率预期平稳，双向浮动弹性增强，发挥了调节宏观经济和国际收支的自动稳定器功能。

风险因素

也要看到，全球疫情仍在持续演变**世界百年未有之大变局和新冠肺炎疫情全球大流行交织影响**，外部环境更趋复杂严峻复杂，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡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。疫苗有序接种总体上推动全球经济前景改善，~~全球疫情演进还存在不确定性~~，多国已出现疫苗接种人群感染变种病毒的案例。世界经济复苏动能趋缓，国际货币基金组织（IMF）、世界银行经济合作组织（OECD）在第二季度均上调了2021年全球经济增速预测，但近期新冠肺炎变种毒株在多国肆虐，多个经济体疫情出现反弹，未来疫情演进仍有不确定性近期分别下调**2021年全球经济增速预测0.1个百分点至5.9%和5.7%**。主要发达经济体超宽松

货币政策溢出效应更加凸显，通胀明显走高，美联储已开启缩减购债进程，若其货币政策转向步伐加快可能引起全球跨境资本流动和汇率波动加大、金融市场估值大幅调整等问题的风险上升。国内经济恢复基础尚不牢固，出口受高基数影响增速可能放缓，部分领域投资增长偏弱，餐饮旅游等接触型消费尚未完全修复，经济增长动能的可持续性面临一定挑战。大宗商品价格大幅上涨抬升企业成本，一些中小微企业困难较大。不良资产、影子银行反弹压力仍需关注，经济潜在增速下行、人口老龄化加快、绿色转型等中长期挑战也不容忽视运行面临疫情多地散发、大宗商品价格高企等挑战。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。对此总的来看，既要坚定信心，又要正视困难，将改革和调控、短期和长期、内部均衡和外部均衡结合起来，集中精力办好自己的事，努力实现高质量发展。

通胀

CPI 涨幅温和，PPI 阶段性走高，总的看通胀压力总体可控，不存在长期通胀或通缩的基础。2021 年第二三季度，居民旅游出行恢复、汽柴油价格上涨和猪肉价格下降等因素共同作用，消费市场供需基本平稳，猪肉价格持续下降带动 CPI 涨幅处于降至 1% 左右的低位下方。10 月 CPI 同比上涨 1.5%，预计下半年四季度 CPI 温和上涨，仍将总体保持在合理区间内平稳运行。与此同时，受大宗商品价格上涨、部分高耗能行业产品提价和低基数等因素影响，PPI 涨幅有所继续扩大，对此宜客观、历史看待短期内可能维持高位。一方面，这是去年低基数上的高读数，对此可以用去年、今年和明年连续三年的整体视角来观察 PPI 的变化；另一方面，PPI 本身波动相对较大，在数月内阶段性下探或冲高的现象也并不少见。总体看，我国 PPI 走高大概率是阶段性的，短期内可能维持相对高位，随着基数效应消退和全球生产供给恢复，未来 PPI 有望趋于回落。中长期看，劳动生产率增速下降、人口老龄化会抑制通胀，碳排放成本显性化会一定程度推升物价，相互对冲，整体上有利于稳定物价。我国经济发展稳中向好，去年疫情以来坚持实施正常货币政策，国内总供给总需求基本稳定，有利于物价走势未来保持稳定，不存在长期通胀或通缩的基础。展望未来，国际疫情仍存在不确定性，但考虑到我国是全球主要生产国，经济自给能力较强，有利于应对国际大宗商品价格上涨和海外通胀上行的影响。总的看，我国总供给总需求基本稳定，央行实施正常货币政策，有利于物价走势中长期保持稳定。

2、下一阶段主要政策思路

下一阶段，中国人民银行将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻党的十九届五中全会、六中全会、中央经济工作会议精神，落实《政府工作报告》要求，按照党中央、国务院的决策部署，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，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，推动经济行稳致远稳定市场预期，努力完成今年经济发展主要目标任务。

稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，以我为主，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，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。建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，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。发挥结构性货币政策工具的牵引带动作用，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，实施好两项直达实体经济货币政策工具的延期工作，用好 2000 亿元再贷款额

度支持区域协调发展，实施好信贷增长缓慢省份再贷款政策，有序推动落实好碳减排支持工具落地生效，设立**2000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款**，加大支持力度支持普惠金融，引导金融机构加大对科技创新、中小微企业、绿色发展、制造业等重点领域和薄弱环节的支持力度。健全市场化利率形成和传导机制，继续释放贷款市场报价利率改革潜力效能，完善央行政策利率体系，持续优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低**小微企业综合融资成本稳中有降**。深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，稳定市场**加强预期管理**，**加强完善**跨境融资宏观审慎管理，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，构建防范化解金融风险长效机制，分类施策补充中小银行资本，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。坚持底线思维，增强系统观念，遵循市场化法治化原则，统筹做好重大金融风险防范化解工作。

具体措施一：货币政策方向

一是保持货币信贷和社会融资规模合理增长。管好货币总闸门，保持宏观杠杆率基本稳定。加强对内外部市场环境和多种不确定因素的监测分析，深入研判市场流动性供求形势，做好流动性跨周期调节。综合运用中期借贷便利、公开市场操作、再贷款、再贴现等多种货币政策工具，**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，引导市场利率围绕政策利率中枢上下波动。完善货币供应调控机制，健全形成中央银行调节银行货币创造的流动性、资本和利率约束的长效机制，**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，**加强对**财政收支、政府债券发行、主要经济体货币政策调整等不确定性因素的监测分析，**进一步**提高操作的前瞻性、灵活性和有效性。根据经济金融形势发展变化的实际情况，把握好政策力度和节奏，有力支持实体经济。健全可持续的资本补充体制机制，重点支持中小多渠道补充商业银行补充资本，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。

具体措施二：货币政策牵引带动作用

二是继续落实和发挥好结构性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**。保持再贷款、再贴现政策稳定性，继续对涉农、小微企业、民营企业提供普惠性、持续性的资金支持。实施**继续落实好**两项直达实体经济货币政策工具的延期工作。保持对小微企业的金融支持力度不减，更好发挥它们在其稳企业保就业中的重要作用。实施好信贷增长缓慢省份的再贷款政策，支持区域协调发展。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**落实好碳减排支持工具**，引导金融机构按照市场化原则支持绿色低碳发展，向公众倡导绿色低碳生活、循环经济等理念，鼓励社会投融资向绿色低碳领域倾斜，推动实现碳达峰、碳中和目标为具有显著碳减排效应的重点项目提供优惠利率融资，发挥政策示范效应，鼓励社会资金更多投向绿色低碳领域，

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_29782



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn