



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

稳信用方向既定 结构性政策先行

——2021 年三季度货币政策报告解读

日期： 2021 年 11 月 23 日

分析师： 陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

■ 投资摘要

量指标向价格指标转移——近年来超储持续偏低，央行也多次在货币政策报告中探讨超储偏低的原因。之所以会如此重视超储率，主要还是由于超储率仍是市场判断流动性的松紧重要指标，并乐此不疲讨论。因此央行要进一步弱化超储的指标意义，引导市场关注政策利率和市场利率运行，量指标向价格指标转移。央行认为当前不宜单纯根据流动性总量或超储率判断流动性松紧程度，更不能认为超储率下降就意味着流动性收紧，观察市场利率才是判断流动性松紧程度的科学方法。

外部挑战与冲击——央行此次在专栏讨论了发达经济体政策调整的应对，调整后引发美元指数上涨，美债收益率回升，引发国际资本回流，对新兴市场国家的影响将集中在资本流出、汇率以及金融市场联动。对于我国而言，央行认为影响有限，主要由于益于疫情良好的控制，经济增长较快恢复，韧性强；政策方面，我国在疫情中实施了克制的宽松政策，并且已回归常态；汇率弹性不断增强，应对外部冲击的吸收能力提升；人民币资产吸引力增强，海外机构加大配置人民币资产，难以形成资本的单边流出。海外政策转向不可避免，因此要积极应对，货币政策方面还是要“以我为主”，增强自主性，搞好跨周期设计，应对可能发生的风险——政策退出过快或过慢。

经济平稳运行难度加大——对于国内经济展望，央行虽然认为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，但同时却也承认保持经济平稳运行的难度加大。相较于二季度“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”的论述，此次央行的判断显得形势更加严峻。除了疫情演进的不确定性、海外的冲击与挑战，而国内方面也面临疫情多发，大宗商品价格高企，另外还特意提到了认为当前房地产市场的风险可控。因此，相应的“稳增长”的压力与动力也在上升。

稳信用方向下，结构性工具以及地产为抓手——政策稳字当头、以我为主。删除了“坚决不搞“大水漫灌””以及“管好货币总闸门”，重提“坚持把服务实体经济放到更加突出的位置”。服务实体经济意味着结构性工具将更受重用，因为其精准可控且直达，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。并且此次报告中首次提及“推动小微企业综合融资成本稳中有降”，而以往均是“推动实际贷款利率进一步降低”，也说明了在当前企业融资成本下降已取得突出成效之时，未来降成本的重点会放在小微企业上，也就更需要结构性工具发挥其牵引带动作用。新增了“增强信贷总量增长的稳定性”，稳信用的政策方向明确，虽然三季度以来贷款需求有所走弱，但央行在加大结构性投放上保障了信贷增长的稳定性。另外房地产相关融资也是稳信用的重要一块，结合近期的表态，地产政策面改善，个人住房贷款以及房企合理融资需求有望得到支持，房地产市场风险可控。

目 录

事件：2021 年三季度货币政策报告发布	3
事件解析：	3
1.量指标向价格指标转移.....	3
2.贷款量稳价低.....	4
3.结构性政策挑大梁，精准滴灌且直达.....	5
4.利率市场化改革推进.....	5
5.外部挑战与冲击.....	6
6.经济平稳运行难度加大，通胀压力可控.....	6
7.稳信用方向下，结构性工具以及地产为抓手.....	7
事件影响：对经济和市场	9
8.货币内生，政策平稳.....	9
事件预测：趋势判断	9
9. 降息降准仍有可能.....	9

图

图 1 超储率 (%)	4
图 2 贷款加权平均利率 (%)	5

表

表 1 货币政策报告要点变化.....	7
---------------------	---

事件：2021 年三季度货币政策报告发布

近日，央行发布了 2021 年三季度货币政策执行报告。

事件解析：

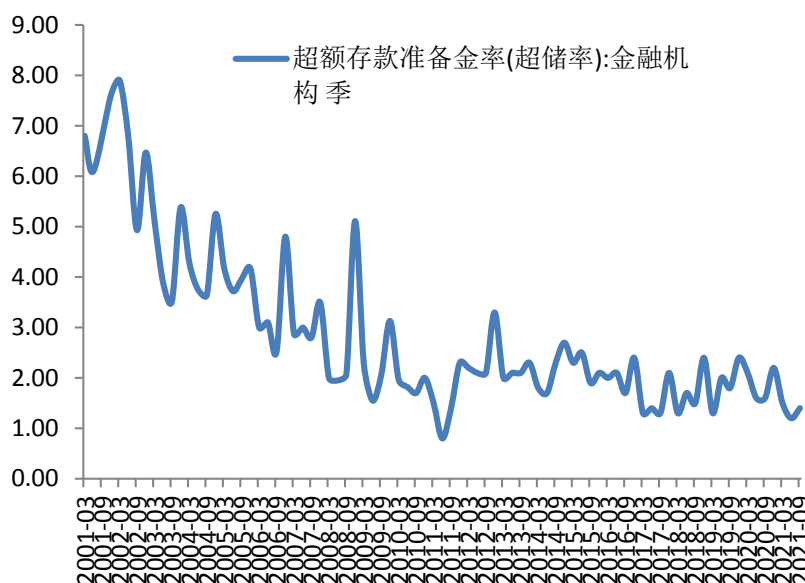
正文中分为 5 大部分，包括：货币信贷状况、货币政策操作、金融市场运行、宏观经济形势、货币政策趋势以及 4 个专栏，全方位概括了今年以来的货币政策执行情况以及下一阶段的操作思路，要点如下：

1. 量指标向价格指标转移

9 月末，金融机构超额准备金率为 1.4%，比 6 月末高 0.2 个百分点，比去年同期低 0.2 个百分点。实际上近年来超储持续偏低，央行也多次在货币政策报告中探讨超储偏低的原因，包括本次报告中也以专栏形式进行了研究。之所以会如此重视超储率，主要还是由于超储率仍是市场判断流动性的松紧重要指标，并乐此不疲讨论。但在央行构建的现代货币政策框架中，明确以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为中介目标，完善公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利利率为中期政策利率的政策利率体系，使得机构和公众观察货币政策取向更为直观。因此央行要进一步弱化超储的指标意义，引导市场关注政策利率和市场利率运行，量指标向价格指标转移。

央行认为近两年，央行通过下调超额准备金利率以及完善流动性管理和短期利率调控框架等措施，进一步降低了金融机构的超额准备金需求，金融机构超储率进一步下降。并且根据国际经验，流动性总量高低与市场利率运行的平稳性并不直接相关。因此当前不宜单纯根据流动性总量或超储率判断流动性松紧程度，更不能认为超储率下降就意味着流动性收紧，观察市场利率才是判断流动性松紧程度的科学方法。

图 1 超储率 (%)

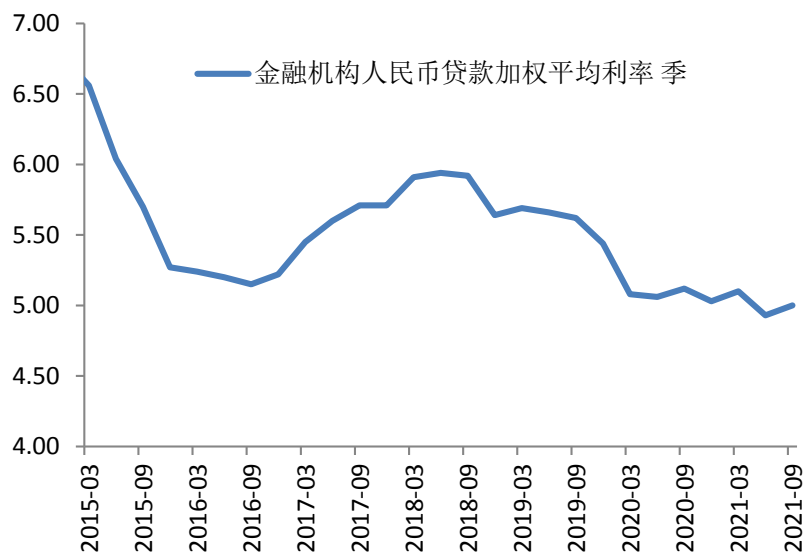


数据来源: wind, 上海证券研究所

2. 贷款量稳价低

在去年高基数的影响下，今年的贷款仍然保持了可观的增速。虽然三季度以来需求放缓，贷款增速是也随之有所回落。但在央行的引导下，仍然保持了信贷总量总体稳定。贷款利率方面，9 月贷款加权平均利率为 5.00%，较 6 月有统计以来的历史低点有所反弹，但仍处在历史低位。其中企业贷款加权平均利率为 4.59%，同比下降 0.04 个百分点，处于历史较低水平。个人住房贷款利率受调控大背景影响有所回升。金融向实体让利，企业融资成本下降的政策效果显著。

图 2 贷款加权平均利率 (%)



数据来源：wind，上海证券研究所

3. 结构性政策挑大梁，精准滴灌且直达

三季度以来除了 7 月实施的降准之外，更多是结构性政策挑大梁。而 7 月的降准也更多是货币政策力度回归常态后的常规操作，而当前央行更倾向于以再贷款为首结构性政策对于经济发展的薄弱缓解予以精准且直达的支持。对 10 个信贷增长缓慢省份增加再贷款额度 2000 亿元，以保证区域间协调发展，促进了信贷总量的整体稳定；新增 3000 亿元支小再贷款额度，主要用以支持地方法人金融机构向受大宗商品价格上涨、疫情影响较大的小微企业和个体工商户发放贷款，降低其融资成本；创设碳减排支持工具，以“先借后贷”的机制保证其直达性，以 1.75% 的低利率（低于再贷款再贴现利率）鼓励银行向碳减排企业提供与 LPR 利率持平的贷款，并配以 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，推动向绿色低碳发展，助力碳达峰、碳中和的目标。

以当前的布局来看，结构性工具已经精准覆盖了经济发展薄弱环节以及未来绿色发展方向，取得了良好的效果。在总量政策上保证货币供应量和社会融资规模增速与名义 GDP 增长率基本匹配，流动性合理充裕的基础上，结构性政策将大有可为，继续发挥其精准滴灌和牵引带动作用。

4. 利率市场化改革推进

持续释放 LPR 改革红利，以改革的方式推动企业融资成本下降，企业贷款实际利率 2020 年大幅下降的基础上继续稳中有降。存款利率方面，将存款利率自律上限由存款基准利率浮动倍数改为加点确定，也取得了显著的效果。长期存款利率明显下行，定期存款期

限结构有所优化，存款在银行之间的分布保持基本稳定。银行负债成本的降低，也更有利于金融体系让实体经济让利，企业融资成本的下降硬约束也将有所缓解。

5. 外部挑战与冲击

三季度，全球似乎都面临了滞涨的困局——经济复苏放缓与通胀高企。展望未来，疫情脉冲式扰动仍存，全球供应链受阻以及能源短缺导致的通胀仍在持续。另外主要发达经济货币政策开始转向，全球流动性格局或将改变，引发的溢出效应以及冲击尤其对于新兴市场国家而言，值得关注并审慎应对。

央行此次在专栏讨论了发达经济体政策调整的应对，认为本轮发达经济体的放松较上一轮节奏更快，强度更大，调整后将引发美元指数上涨，美债收益率回升，引发国际资本回流，对新兴市场国家的影响将集中在资本流出、汇率以及金融市场联动。对于我国而言，央行认为影响有限，主要由于得益于疫情良好的控制，经济增长较快恢复，韧性强；政策方面，我国在疫情中实施了克制的宽松政策，并且已回归常态；汇率弹性不断增强，应对外部冲击的吸收能力提升；人民币资产吸引力增强，海外机构加大配置人民币资产，难以形成资本的单边流出。海外政策转向不可避免，因此要积极应对，货币政策方面还是要“以我为主”，增强自主性，搞好跨周期设计，应对可能发生的风险——政策退出过快或过慢。

6. 经济平稳运行难度加大，通胀压力可控

对于国内经济展望，央行虽然认为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，但同时却也承认保持经济平稳运行的难度加大。相较于二季度“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”的论述，此次央行的判断显得形势更加严峻。首先疫情演进的不确定性、海外的冲击与挑战，而国内方面也面临疫情多发，大宗商品价格高企，另外还特意提到了认为当前房地产市场的风险可控。因此，相应的“稳增长”的压力与动力也在上升。

对于通胀，央行预计四季度CPI温和上涨，PPI短期维持高位。展望未来，虽然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。我们认为虽然PPI屡创新高，国内煤炭和铁矿石等主要工业原材料价格已出现下行，表明当前高位的PPI拐点随时到来。

7. 稳信用方向下，结构性工具以及地产为抓手

对于下一阶段的政策思路，央行延续了稳字当头的基调，增加了“以我为主”，体现了外部环境的变化，外部挑战与冲击的可能性上升，因此也增加了“加强国内外经济形势边际变化的研判分析”，“努力完成今年经济发展主要目标任务”替换了“保持经济运行在合理区间”，也说明了稳增长的压力在上升。

删除了“坚决不搞“大水漫灌””以及“管好货币总闸门”，重提“坚持把服务实体经济放到更加突出的位置”。服务实体经济意味着结构性工具将更受重用，因为其精准可控且直达，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。并且此次报告中首次提及“推动小微企业综合融资成本稳中有降”，而以往均是“推动实际贷款利率进一步降低”，也说明了在当前企业融资成本下降已取得突出成效之时，未来降成本的重点会放在小微企业上，也就更需要结构性工具发挥其牵引带动作用。

新增了“增强信贷总量增长的稳定性”，稳信用的政策方向明确，虽然三季度以来贷款需求有所走弱，但央行在加大结构性投放上保障了信贷增长的稳定性。另外房地产相关融资也是稳信用的重要一块，本次报告新增了“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”，结合近期的表态，地产政策面改善，个人住房贷款以及房企合理融资需求有望得到支持，房地产市场风险可控。

表 1 货币政策报告要点变化

要点	三季度货币政策报告	二季度货币政策报告	一季度货币政策报告
经济形势	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。 世界百年未有之大变局和新冠肺炎疫情	我国经济发展动力不断增强，经济运行中的积极因素增多。 当前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 。	我国经济发展动力不断增强，经济运行中的积极因素增多。 外部环境依然复杂严峻，我国经济 恢复不均衡、基础不

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_29914

