

边际宽松的信号出现

央行三季度货币政策执行报告点评

央行三季度货币政策执行报告继续坚持灵活精准、合理适度的稳健货币政策立场，但也释放出边际宽松的信号。

- 报告对全球经济的判断更趋谨慎，对海外货币政策收紧的外溢效应关注明显增强。但在当前宏观背景下，预计海外货币政策调整的冲击依然可控，不至于对国内货币政策构成掣肘。
- 就国内货币政策而言，本次报告传递的信息是政策整体方向不变，但边际宽松的信号已经出现。报告的“下一阶段主要政策思路”总体上与二季度报告相差不大，但多了“以我为主”和“增强信贷总量增长的稳定性”的表述。前者体现了央行对后续美联储政策收紧可能带来的影响的态度，强调“以我为主”，意味着央行货币政策取向更多依据国内形势，并不会主动跟随美联储收紧。后者则进一步明确了近来的“宽信用”倾向。
- 相比二季度报告对通胀关注的明显提升，本期报告尽管指出海外通胀持续时间可能更长，但依然认为国内“通胀压力总体可控”，后续通胀不至于对货币政策的宽松构成掣肘。但仍需关注2022年下半年CPI短暂冲高并影响市场预期可能性。
- 就市场关注的房地产融资问题，本次报告的表述一方面坚持“房住不炒”的导向，继续强调“保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性”；另一方面较二季度报告增加了“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”。这意味着后续房地产金融政策如有边际调整，可能更多体现在消费侧。

相关研究报告

《春意来袭，静待花开：202111 中银定量大类资产展望》 20211118

《麒麟转债投资价值分析》 20211117

《中银量化因子周报（20211115）：因子收益整体下降，小市值策略显著占优》 20211116

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

11月19日，央行发布三季度货币政策执行报告，我们认为，报告中透露出的以下信号值得关注。

对全球经济形势更趋谨慎

报告指出：“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。”

与二季度报告相比，央行明确强调了“全球复苏边际放缓”与疫情导致的“供应链摩擦”，并强调海外通胀可能持续时间较长。总体看，对未来全球宏观经济较二季度更偏谨慎。

从近期数据看，10月全球制造业PMI自54.1回升至54.3，服务业PMI自53.8回升至55.6，全球经济景气程度有所回升。不过，疫情所导致的供需缺口弥合依然缓慢。IMF最新预测维持2022年全球增长在4.9%不变，但上调发达经济体增速0.1个百分点至4.5%，下调新兴市场与发展中经济体增速0.1个百分点至5.1%，也显示了发达经济体因疫苗注射的领先而复苏相对较好，发展中经济体复苏依然缓慢。总体看，疫情所导致的全球经济分化和供应链问题在2022年持续。

关注海外货币政策的外溢效应

除了对全球复苏放缓的担忧，央行本次报告对海外货币政策收紧的外溢效应关注意明显增强。

美联储11月会议已经明确缩减购债，海外开始关注美联储2022年加息预期。尽管美联储仍强调通胀的暂时性，但11月会议声明对通胀的表述已经明显有所软化。正如央行所指出的，供应瓶颈、能源短缺等可能导致海外通胀持续更长时间，在通胀压力下，美联储加息进度超过市场预期的风险存在。

在全球资产价格仍处高位的情形下，主要央行的货币政策变化无疑蕴含着市场调整风险。央行明确指出，“主要发达经济体的宏观政策力度边际减弱，需关注其可能伴生的经济金融风险”。本期报告专栏3“发达经济体货币政策调整及应对”更是明确指出“由于新兴经济体疫苗接种率低于发达经济体，对疫情抵御能力有限，经济复苏面临更大的冲击和不确定性，部分经济基本面较差的新兴经济体可能受影响更大，主要可能表现在资本流出、汇率贬值和金融市场联动效应。”

就此，报告明确强调，“我国货币政策搞好跨周期设计，能够更有效地应对发达经济体货币政策调整带来的外部冲击。”具体包括：保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，提高管理的有效性和覆盖面；保持流动性合理充裕；推动境内伦敦同业拆借利率（LIBOR）转换工作有序进行等。

而本期报告的专栏4“全面准确看待国际收支反映的资金来源与运用”则从国际收支的角度，指出了目前中国“国际收支自主平衡格局更加稳固，不再是国际收支高顺差对应储备高增长的模式”，“充分体现了汇率较好地发挥了调节宏观经济和国际收支的自动稳定器功能”，侧面印证了当前人民币汇率政策的有效性。

由此判断，央行对2022年海外货币政策调整可能带来的冲击关注有所加强，但在当前宏观背景下，预计海外货币政策调整的冲击依然可控，不至于对国内货币政策构成掣肘。

货币政策整体方向不变，边际宽松信号已经出现

就国内货币政策而言，我们认为，本次报告传递的信息是政策整体方向不变，但边际宽松的信号已经出现。

报告对国内经济的研判指出“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”，措辞较二季度报告同样趋于谨慎。在经济增长面临压力时，必然要求货币政策做出调整。

本期报告的“下一阶段主要政策思路”总体上与二季度报告相差不大，但多了“以我为主”和“增强信贷总量增长的稳定性”的表述，我们认为，前者体现了央行对后续美联储政策收紧可能带来的影响的态度，强调“以我为主”，意味着央行货币政策取向更多依据国内形势，并不会主动跟随美联储收紧，正如在专栏 3 所强调的，保持流动性合理充裕也是应对外部风险的重要手段。后者则进一步明确了近来的“宽信用”倾向。报告依然在多次强调结构性货币政策工具的作用，预计后续央行的宽松依然体现为结构性货币政策工具，具体体现在绿色金融、小微企业、民营企业等。这也是在“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”基础上的不二选择。

同时，相比二季度报告对通胀关注的明显提升，本期报告尽管指出海外通胀持续时间可能更长，但依然认为国内“通胀压力总体可控”，同时也强调了“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”。换言之，后续通胀不至于对货币政策的宽松构成掣肘。不过，我们认为，考虑到全球供需缺口弥合较慢，仍需关注后续 PPI 高位持续时间，如 PPI 持续时间较长，PPI 向 CPI 的传导仍需注意，在此基数上如叠加食品价格的回升，不排除 2022 年下半年 CPI 短暂冲高并影响市场预期的可能性。

而本期报告的专栏 1 “客观看待超额准备金率下降”再次强调，当前“金融机构超储率下降既是金融体系不断发展的结果，也是央行货币政策调控机制不断完善的表现”；“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”。我们理解，这一方面是在缓解市场对流动性收紧的担忧。另一方面也意味着央行后续的政策目标继续关注在市场利率，对总量意义上的宽松期待不宜过高。

就市场关注的房地产融资问题，本次报告的表述一方面坚持“房住不炒”的导向，继续强调“保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性”；另一方面较二季度报告增加了“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”，我们理解，这意味着后续房地产金融政策如有边际调整，可能更多体现在消费侧，即按揭贷款方面的松动。对后续地产融资仍需继续关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_29920

