

政策天平倾向“稳增长”

——《2021 年三季度货币政策执行报告》点评

11 月 19 日，央行发布《2021 年三季度货币政策执行报告》。对此我们点评如下：

一、政策立场：“稳增长”占据主导地位

央行对国内外经济形势的判断均显著趋于谨慎，指向货币政策将更加倾向“稳增长”。国际方面，央行认为外部环境更趋复杂严峻，“供应链阻滞、能源短缺等冲击”等因素可能导致海外生产消费受阻、通胀持续更长时间。国内方面，考虑到国内经济受到“阶段性、结构性、周期性因素制约”，报告删除经济“稳中向好”，首提“保持经济平稳运行的难度加大”。央行认为通胀压力有所上行，“通胀压力总体可控”的表述较二季度多出“总体”二字，删除“不存在长期通胀或通缩的基础”，并认为 PPI 走势短期内可能维持高位。

政策立场上，央行删除了“坚持不搞大水漫灌”和“管好货币总闸门”，强调未来货币政策将结合经济面临的结构性问题，以我为主、相机抉择，总基调偏友善，呈现鲜明的结构性特征。一方面，面对美联储货币政策调整的溢出影响，将“以我为主”；另一方面，政策将更具前瞻性，根据经济形势和物价走势的变化相机抉择。“稳信用”上，央行强调要“增强信贷总量增长的稳定性”。“调结构”上，央行将引导资金流向中小微企业、绿色发展等重点领域和薄弱环节，包括用好新增 3,000 亿元支小再贷款额度、2,000 亿元支持区域协调发展的再贷款额度和 2,000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，落实好碳减排支持工具，实施好两项直达实体工具。

二、政策操作：前瞻灵活，以稳为主

今年三季度以来，市场利率总体围绕政策利率波动，**DR007** 波动性呈现明显收敛态势，流动性平稳预期充分。三季度至今，**DR007** 平均低于政策利率 **4bp**，且波幅明显收窄。9 月末，金融机构超额存款准备金率为 **1.4%**，较去年同期下降 **0.2pct**。对于超储率自去年以来呈现的下降态势，央行在专栏一中回应，不宜将超储率再作为观察市场流动性的主要因素。一是由于随着货币政策预期管理的有效实施，市场预期平稳进一步降低了预防性流动性需求；二是随着常备借贷便利操作电子化改革推进、金融基础设施升级优化，商业银行流动性应急手段更加丰富，操作效率将明显提高。

当前央行货币政策操作更加前瞻、灵活，既体现在 **7 月初降准** 投放中长期流动性上，也体现在适时增加 **OMO** 频度和数量以维护短期流动性平稳上。7 月落地的全面降准有效保障了三季度流动性总量合理充裕。随着三季度债券发行、缴税和缴准等流动性影响因素进一步凸显，央行精准把握每日公开市场操作力度及节奏，市场利率波动性不升反降，短期政策利率的中枢引导作用进一步凸显。央行于 9 月中旬同时开展 **7 天期** 及 **14 天期** 逆回购操作，提前投放跨月资金，有效保障季末流动性平稳。同时，9 月单月开展逆回购操作达 **1.18 万亿元**、跨月资金达 **0.84 万亿**，均创年内新高。预计四季度央行公开市场操作将更加注重前瞻性与灵活性，市场资金面仍将保持平稳。

三、其它目标：“降成本”“防风险”“稳汇率”

“降成本”方面，三季度实体经济融资成本小幅上升，主要受到个人住房贷款利率上升推动。人民币一般贷款加权平均利率由二季度末的 **5.20%** 上升 **10bp** 至三季度末的 **5.30%**，其中企业贷款利率仅微幅上升 **1bp** 至 **4.59%**。个人住房贷款利率则继续小幅上升 **12bp** 至 **5.54%**。流动性的合理充裕推动市场利率下行，同期票据利率由 **2.94%** 大幅下降 **29bp**

至 2.65%。“推动小微企业综合融资成本稳中有降”是后续的重要目标。在专栏二中，央行强调了优化存款利率自律上限的成效显著，这将有利于降低商业银行中长期负债成本，进而“促进贷款利率稳中有降”。

外部均衡方面，央行认为美联储货币政策调整对我国带来的冲击有限。当前我国面对的内外部环境与金融危机后有明显不同，包括我国经济体量明显扩大、货币政策领先于发达国家回归常态、汇率弹性增强和人民币资产吸引力上升。基于此，人民币汇率有望在合理均衡水平上保持基本稳定。央行在专栏四中描述了国际收支实现自主平衡的新特征，即不再是国际收支高顺差对应储备高增长的模式。

“防风险”方面，随着房地产风险逐步发酵，央行对房地产领域的关注度进一步上升，强调“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”，表明央行将保障刚需购房者需求和房企合理融资需求。

四、结论：以我为主，结构鲜明

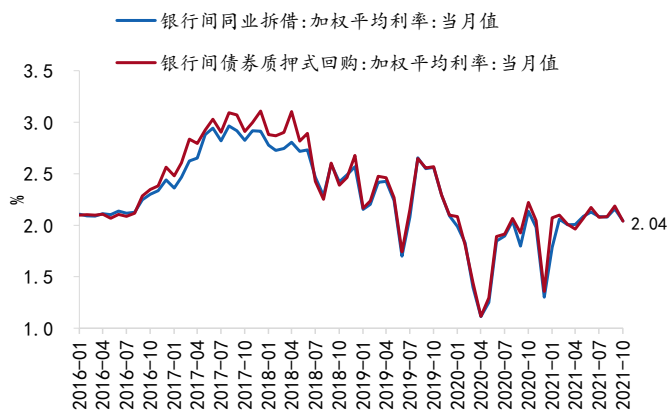
总体来看，货币政策基调总体偏友善，重心更加倾向“稳增长”，且将继续通过结构性货币信贷工具，以实现经济重点领域和薄弱环节的“精准滴灌”。未来狭义流动性有望保持平稳，广义流动性有望边际好转。

政策操作上，数量型调控方面，年内应再无降准，央行更倾向于通过 OMO/MLF/再贷款再贴现弥补商业银行短期/中长期资金缺口，市场利率将继续围绕政策利率波动。价格型调控方面，年内 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 大概率保持不变，年末分别为 3.85%和 4.65%；融资成本将稳中有降，其中小微企业是贷款利率下行的主要作用对象。

(评论员：谭卓 蔡玲玲 杨薛融 田地 刁惜今)

图 1：三季度以来货币市场利率运行平稳

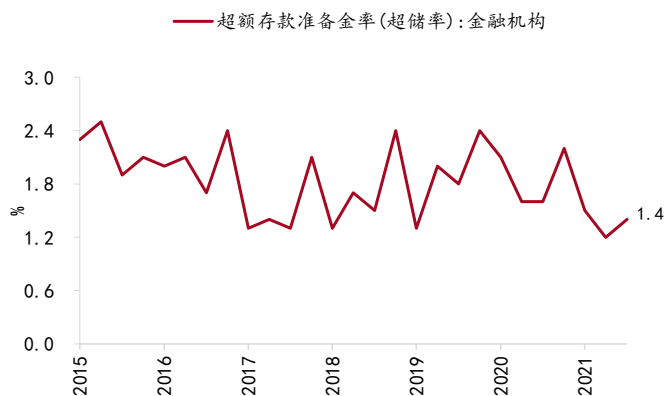
银行间市场利率走势



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：三季度超储率环比上升 20bp

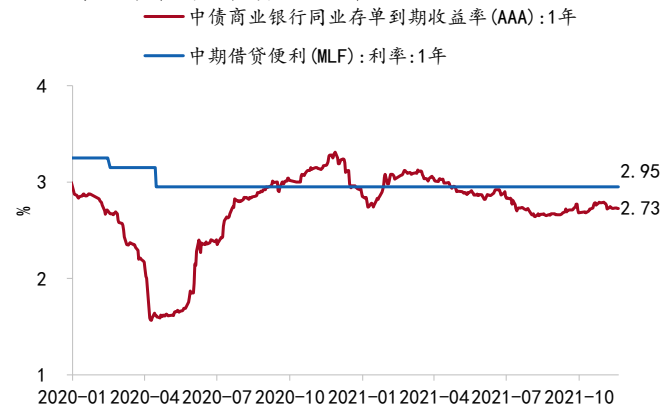
我国的超额存款准备金率水平



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：同业存单利率已步入政策利率下方

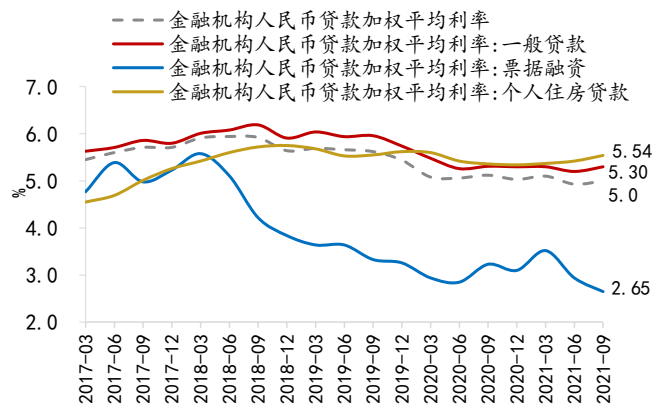
银行同业存单与1年期MLF利率



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：三季度实体经济融资成本小幅上行

金融机构人民币贷款加权平均利率



资料来源：WIND、招商银行研究院

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_30113

