



货币政策切换至“宽货币+稳信用”

——2021年3季度央行货币政策执行报告解读

2021年11月22日 星期一

兴证期货·研发中心

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

联系人

林玲

电话：0591-38117682

邮箱：

linling@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

本次报告保持“稳字当头”的货币政策基调，确认经济存在一定下行压力，关注通胀预期，强调“以我为主”与“做好跨周期调节”，反映国内货币政策受海外联储收紧制约可能性下降，更多考虑自身经济增长与高质量发展，但也意味着政策短期内对经济下行容忍程度提高，货币政策发力稳增长力度可能不大。

货币端稳中趋松，“保持流动性合理充裕”基调仍然存在，结构行货币政策工具重要性提升，预计未来货币投放节奏与规模整体较为温和；社融增长企稳，满足地产与煤电的合理融资需求，鼓励资金流向小微企业、农业与“双碳”领域，信用端未来大幅回升概率不大。

报告目录

1. 信用端企稳，但回升幅度有限.....	3
2. 货币稳中趋松，“保持流动性合理充裕”	4
3. 经济下行压力确认，海外货币政策影响减弱.....	5

图表目录

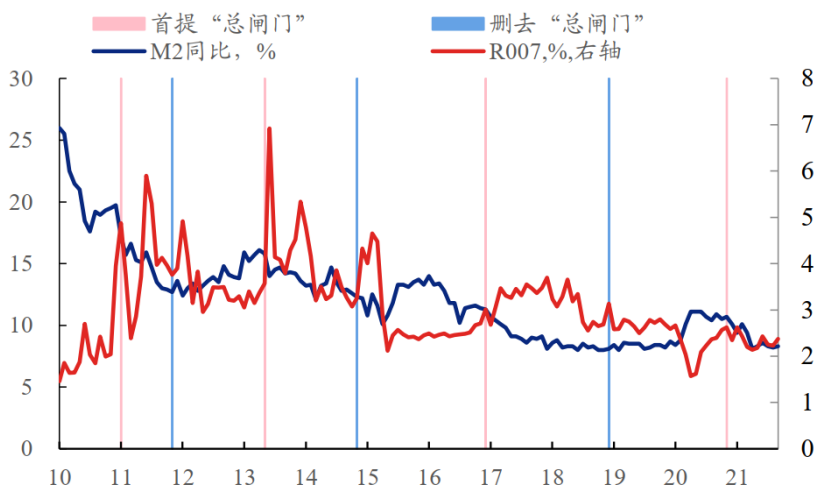
图表 1：“总闸门”表述与社融水平关系	3
图表 2：货币政策执行报告提及“再贷款”次数	4

1. 信用端企稳，但回升幅度有限

本次报告删去“货币总闸门”、“坚决不搞大水漫灌”，强调“增加信贷总量增长的稳定性”，社融增速大概率企稳回升。一方面，本次报告删去了“管好货币总闸门”的表述，根据以往的经验，这一表述删去后，社融增速往往回升。另一方面，本次报告也删去了“坚决不搞大水漫灌”，从历史经验来看，删去“坚决不搞大水漫灌”可能意味着政策宽信用诉求的上升。18Q2 货政报告曾提及“坚持不搞‘大水漫灌’式强刺激”，而 18Q3、Q4 报告则删去了这一表述，19Q1 货政报告则重提“不搞‘大水漫灌’”。在 18 年 9 月-19 年 4 月这段时间，政策发力宽信用、稳增长的意愿是明显提升的，社融和 M2 也于 18 年底 19 年初企稳回升。9 月、10 月社融存量增速维持在 10% 左右，社融水平相对稳定，在结构性宽信用下，鼓励资金流向小微企业、“双碳”领域与农业，本次报告也增加“增强信贷总量增长的稳定性”的表述，后续社融增速大概率有所回升。

结构性宽信用与“住房不炒”限制下，信用端大幅回升可能性不大。本次报告延续今年以来央行推进结构性宽信用基调，但目前企业经营活动相对谨慎，融资需求相对较弱；房地产领域则延续 9 月央行货币委员会 3 季度利率“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”表述，同时坚持“房住不炒”，结合 10 月中旬央行发布会指出“部分金融机构对于 30 家试点房企‘三线四档’融资管理规则也存在一些误解”，以及 9、10 月居民中长贷边际改善，地产领域的合理融资需求可能得到满足，但政策调控大幅放松的可能性不高。本次报告也提及“合理满足煤电企业应急保供发电融资需求”，有助于融资端企稳，但“碳减排”的推行也将对煤电企业后续发展有所限制。

图表 1：“总闸门”表述与社融水平关系



数据来源：Wind, 兴证期货研发部

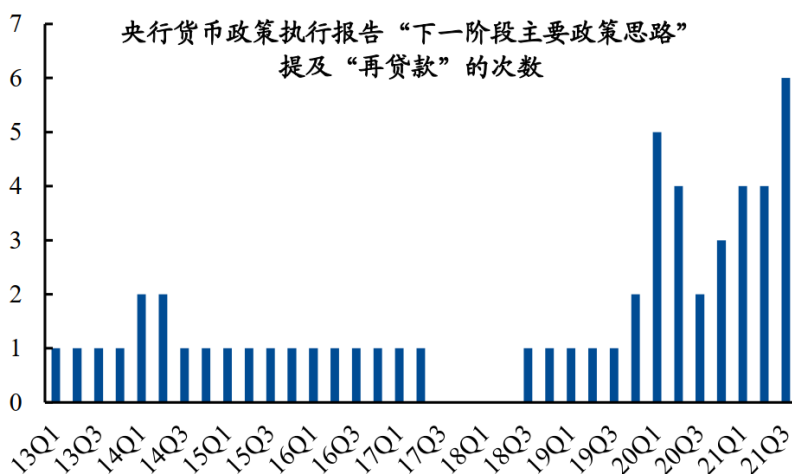
2. 货币稳中趋松，“保持流动性合理充裕”

流动性稳中趋松，“稳信用”或成政策核心。本次报告再次提出“增强信贷总量增长的稳定性”，而信用扩张以货币为前提，未来流动性宽松可能性较大。

结构性货币政策工具或将成为定向投放低成本流动性主力。从去年以来，央行货币政策执行报告的“下一阶段主要政策思路”中提及“再贷款”的次数明显增加，今年以来央行连续新增额度、延期以及创设以再贷款为代表的结构性货币政策工具，本次报告也强调“保持再贷款、再贴现政策的稳定性”、“落实好碳减排支持工具”、“发挥好支持煤炭清洁高效利用专项再贷款的作用”，说明央行除了常规的公开市场操作以外，将可能更多地使用再贷款等结构性货币政策工具向市场投放流动性。碳减排支持工具等结构性工具属于定向投放低成本流动性，“先贷后借”机制导致流动性大规模淤积在银行间的概率下降，具有直达实体特点，可在不同领域有效推进信用扩张。但这些工具的使用情况可能难以高频观察，这导致观测央行流动性投放的难度上升，此外结构性货币政策工具可能对总量层面宽货币工具形成一定替代效应。

政策对于防风险的关注度提升，防风险目标下货币端大概率稳中趋松。本次报告“统筹做好重大金融风险防范化解工作”的表述较前几次报告更为严厉，反映政策对于防风险的关注度有所提升，具体包括“防范和化解债券市场的风险”以及“防止在处置其它领域风险过程中引发次生金融风险”。就防风险的手段而言，短期包括支持中小银行化解风险和补充资本、加强系统性重要性银行监管、在债券市场持续落实违约处置机制建设成果、健全金融风险问责机制等，中长期则是“以经济高质量发展化解金融风险”，这可能表明防风险背景下银行间流动性将比较充裕，货币端大概率稳中趋松。

图表 2: 货币政策执行报告提及“再贷款”次数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

3. 经济下行压力确认，海外货币政策影响减弱

在经济形势判断方面，经济下行压力确认，但仍然具有韧性。本次报告虽然仍然认为“经济保持较好态势，主要宏观指标总体处于合理区间”，但相较于 2 季度货政报告，本次报告新增了“保持经济平稳运行的难度加大”的表述，确认经济存在一定的下行压力，同时也表明我国经济“发展潜力大，回旋空间管阔的特点明显”，体现经济韧性与中长期向好趋势。

在通胀预期方面，通胀表述出现变化，货币政策将更关注通胀预期。本次报告判断“通胀压力总体可控”，但通胀仍然是央行关注的重点。报告延续“密切跟踪研判物价走势”，在“保持物价水平总体稳定”态度上更加积极。在 10 月 PPI 同比增速或已触顶与“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”表述下，未来或需要重点关注 PPI-CPI 传递情况与 CPI 增速的上涨。

货币政策“以我为主”，海外联储收紧制约减弱。专栏 3《发达经济体货币政策调整及应对》明确提出本轮发达经济体宽松的货币政策调整对我国的影响可能有限，今后一段时间我国货币政策更主要根据国内经济形势与物价走势展开操作。主要原因在于疫情后我国经济修复情况较好，去年 5 月以后我国货币政策已逐渐恢复常态，且汇率市场对外部冲击的吸收能力增强，金融体系的自主性和稳定性更强。这说明在美联储开始 TAPER，明年可能加息的背景下，国内央行可能不会跟随美联储收紧，而是更多地考虑国内经济增长和高质量发展的问題。但也许警惕海外货币政策超预期变化，一旦美国通胀水平超预期引发美联储加息节奏加快，这仍将对我国货币政策产生一定影响。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。