

关注未来货币政策的更积极信号

——央行三季度货币政策执行报告点评

事件

中国央行发布 2021 年第三季度中国货币政策执行报告¹。央行指出，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边际变化的研判分析，统筹做好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，稳定市场预期，努力保持经济运行在合理区间。

点评

央行删去“大水漫灌”，政策阶段性转向“逆周期”调节。三季度以来的经济数据呈现出快速放缓的态势，尽管 10 月份的数据呈现出小幅的企稳，但是“实体经济困难增多”的压力依然存在。11 月 16 日中美首脑会晤为“中美两国关系发展指明了方向”，“中美经贸领域沟通确定了基调”²之后，18 日总理在经济形势专家企业家座谈会上指出，“经济出现新的下行压力”，“强化‘六稳’‘六保’”³。尽管美联储 11 月下旬开始正式实施量化宽松的 Taper 操作，但是三季度货币政策执行报告中更加突出了货币政策的“以我为主”，同时在货币政策“增强前瞻性、有效性”的背景下删去了“坚决不搞大水漫灌”的表述，意味着货币政策的宽松窗口正在打开，关注未来结构性宽松的货币政策向总量性宽松货币政策的转变。

风险资产的配置正在从左侧转向右侧，关注未来波动的风险。我们在 8 月初的报告⁴中认为，政治局会议基调从“稳增长压力较小的窗口期”转向了“外部环境更趋复杂严峻”，下半年政策的调整值得关注，并在 9 月市场反弹的过程中认为当前处在市场的左侧⁵，未来面临流动性冲击的风险不可排除，但乐观可以增加。11 月开始美联储进入到债券购买增量缩减的环境中，对于全球流动性环境仍将带来压力；但是我们认为市场可以更加积极一些，随着政策以我为主的强调，人民币的波动率虽然可能加大，但是国内权益资产的底部正在逐渐探明，市场正在逐渐从左侧转向右侧。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[信贷支持扩大，关注左侧的反弹——央行碳减排支持工具点评](#)

2021-11-09

[供给侧改革推进，关注价格传导——上海市新一轮水价调整方案点评](#)

2021-08-17

[关注积极的财政政策，人民币波动加大——730 政治局会议点评](#)

2021-07-31

[定向降准缓和实体压力，关注市场结构变化——77 国常会点评](#)

2021-07-08

[吹响生态文明的号角——《关于建立健全生态产品价值实现机制的意见》点评](#)

2021-04-27

[当前宏观关注点问答——美元反弹](#)

2021-03-31

[进一步推进市场化——四季度中国货币政策执行报告点评](#)

2021-02-09

¹ 参见人民银行《2021 年第三季度中国货币政策执行报告》

² 参见人民网：<http://usa.people.com.cn/n1/2021/1117/c241376-32284660.html>

³ 参见中国政府网《李克强主持召开经济形势专家企业家座谈会 韩正出席》

⁴ 参见华泰期货报告《730 政治局会议点评》中认为需要关注下半年宏观政策的转变；

⁵ 是参见华泰期货 9 月报告《守住政策底，展望市场底》，11 月报告《商品的高波、市场的左侧》。

附 1: 中国央行三季度货币政策执行报告: 坚持防风险与促发展并重, 加大普惠小微信用贷款支持政策力度

来源: 华尔街见闻⁶

中国央行发布 2021 年第三季度中国货币政策执行报告, 市场最为关注的“下一阶段主要政策思路”部分, 透露着大量与二季度不同的信息。

在支持实体经济方面, 加大普惠小微信用贷款支持政策实施力度, 大力推广随借随还贷款模式, 强化中小微企业金融服务能力建设, 推动形成敢贷、愿贷、能贷、会贷长效机制。落实好金融支持巩固拓展脱贫攻坚成果、全面推进乡村振兴的政策措施, 强化考核激励, 加大对**种业发展、新型农业经营主体**等乡村振兴重点领域和国家乡村振兴重点帮扶县等重点地区的支持力度。

在货币政策方面, 央行强调要深化利率、汇率市场化改革, 畅通货币政策传导渠道。健全市场化利率形成和传导机制, 完善中央银行政策利率体系, 引导市场利率围绕政策利率波动。持续释放 LPR 改革潜力, 充分发挥 LPR 改革在优化资源配置中的作用, 以市场化方式促进金融机构将更多的金融资源配置到小微企业, 推动小微企业综合融资成本稳中有降。督促落实优化存款利率监管措施, **保持银行负债成本基本稳定, 继续推动金融系统向实体经济让利**。

在金融市场建设方面, 央行要求坚持防风险与促发展并重, 持续推动债券市场高质量发展。进一步完善债券市场法制, 加强信息披露要求, 强化中介机构监管。健全高效联通的多层次市场体系, 培育多元化的合格投资者队伍。加大对国家重大战略和产业、区域支持力度, 提升债券市场服务实体经济质效。

在防范金融风险方面, 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。夯实金融稳定的基础, 以经济高质量发展化解金融风险。全力做好**存量风险化解工作**, 坚决遏制各类风险反弹回潮, 防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险。

以下为中国央行 2021 年三季度货币政策执行报告中“下一阶段主要政策思路”部分的内容。

蓝色部分为三季度新增内容, **红色带删除线部分**为三季度报告中删除内容。

⁶ 参见 <https://wallstreetcn.com/articles/3645378>

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、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边际变化的研判分析**，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”~~，**稳定市场预期，努力完成今年经济发展主要目标任务**。~~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。~~

华泰期货点评

央行删去了“坚决不搞大水漫灌”的表述，提前了把服务实体经济放在更加突出的位置。结合 18 日总理召开经济形势专家和企业座谈会，政策再次提出了“六稳”“六保”，“增强宏观政策的前瞻性针对性”，“推动经济爬坡过坎”的要求来看，我们认为央行货币政策正在逐渐发生转向。

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，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**，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，落实好碳减排支持工具，设立 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，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**。~~实施好信贷增长缓慢省份再贷款政策，有序推动碳减排支持工具落地生效，加大力度支持普惠金融，引导金融机构加大对科技创新、小微企业、绿色发展、制造业等领域的支持~~。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~~。**推动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，~~稳定市场预期，加强预期管理~~，**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。

华泰期货点评

央行前置了货币政策的以我为主，后置了“跨周期”。从统计局公布的10月份经济数据显示出的由于大宗商品价格上涨带来企业成本上升、实体经济困难增多的问题，货币政策支持实体经济的需求上升。央行指出的“增强信贷总量增长的稳定性”，也就意味着在10月份信贷增速持稳的情况下，加大对于未来信贷的支持力度。

一是保持货币信贷和社会融资规模合理增长。~~完善货币供应调控机制，健全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，管好货币总闸门，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。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上下波动。~~完善货币供应调控机制，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，多渠道补充商业银行资本，加大对中小银行发行永续债等资本补充工具的支持力度，重点支持中小银行补充资本，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。~~

华泰期货点评

央行删去了“管好货币总闸门”的表述，突出强调了“做好流动性跨周期调节”。

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，~~实施好两项直达实体经济货币政策工具的延期工作~~，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，~~继续落实两个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，更好发挥它们在稳企业保就业中的重要作用。~~落实好碳减排支持工具，引导金融机构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，助力实现碳达峰、碳中和目标。发挥好支持煤炭清洁高效利用专项再贷款作用，着力提升煤炭清洁高效利用水平，保障国家能源安全。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，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。~~

三是构建金融有效支持实体经济的体制机制。~~加大普惠小微信用贷款支持政策实施力度，大力推广随借随还贷款模式，统筹推进普惠金融、绿色金融、科创金融、供应链金融等融合发展，完善金融支持科技创新体系，促进实现金融与科技、产业良性循环。推动区域信贷结构调整优化，利用多层次资本市场加大融资支持力度，优化区域金融环境。坚持巩固拓展脱贫攻坚成果与乡村振兴有效衔接，持续做好金融服务乡村振兴和金融帮扶工作，做好新型农业经营主体金融服务工作，强化对粮食安全、种业发展等领域的金融支持，促进农业农村现代化。督促金融机构优化内部资源配置和政策安排，强化金融科技手段运用，不断提升中小微企业服务能力，加快形成敢贷、愿贷、能贷、会贷长效机制。落实好金融支持巩固拓展脱贫攻坚成果、全面推进乡村振兴的政策措施，强化考核激励，加大对种业发展、新型农业经营主体等乡村振兴重点领域和国家乡村振兴重点帮扶县等重点地区的支持力度。配合有关部门统筹有序做好碳达峰碳中和工作，鼓励金融机构在依法合规、风险可控基础上，合理满足煤电企业应急保供发电融资需求。创新运用可持续发展挂钩债券、碳中和债券等产品，发挥金融对能源安全保供和绿色低碳转型的支持作用。牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度，加~~

大住房租赁金融支持力度。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。

四是深化利率、汇率市场化改革，畅通货币政策传导渠道。健全市场化利率形成和传导机制，持续释放 LPR 改革潜力，完善中央银行政策利率体系，引导市场利率围绕政策利率波动。持续释放 LPR 改革潜力，充分发挥 LPR 改革在优化资源配置中的作用，以市场化方式促进金融机构将更多的金融资源配置到小微企业，~~畅通利率传导渠道，推动实际贷款利率进一步降低。优化存款利率监管，维护存款市场竞争秩序，保持银行负债成本基本稳定，督促银行将政策红利传导至实体经济，增强小微企业贷款信贷市场竞争性，切实做到小微企业融资更便利，综合融资成本稳中有降。~~推动小微企业综合融资成本稳中有降。督促落实优化存款利率监管措施，保持银行负债成本基本稳定，继续推动金融系统向实体经济让利。稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用。

~~稳定~~加强市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。发展外汇市场，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于按需原则和风险中性原则~~为企业提供汇率风险管理服务，积极为中小微企业提供汇率避险服务，降低中小微企业汇率避险成本，加强自身外汇业务风险管理，维护外汇市场平稳健康发展。~~持续稳健推进人民币国际化，深化对外货币合作，发展离岸人民币市场。开展跨境贸易投资高水平开放试点，提高人民币在跨境贸易和投资使用中的便利化程度，稳步推进人民币资本项目可兑换。

五是~~加强金融市场基础制度建设，服务实体经济，防范市场风险。~~坚持防风险与促发展并重，持续推动债券市场高质量发展。~~进一步完善债券市场法制，加强信息披露要求，强化中介机构监管。健全高效联通的多层次市场体系，培育多元化的合格投资者队伍。加大对国家重大战略和产业、区域支持力度，提升债券市场服务实体经济质效。稳步推动债券市场更高层次的对外开放。及时防范和化解债券市场风险，按照市场化、法治化原则，压实各方责任，加强债券市场法制建设，压实中介机构职责，落实公司信用类债券信息披露要求，完善信用评级制度。坚持市场化法治化原则，持续落实债券违约处置机制建设各项成果，优化统一执法机制，严厉打击债券市场违法违规行为。坚决打击各类逃废债。继续加强资本市场基础制度建设，更好保护投资者利益，促进资本市场平稳健康发展。~~

六是~~进一步推进金融机构改革，不断完善公司治理，优化金融供给。~~建立中国特色现代金融企业制度。~~不断完善金融企业公司治理。坚持以强化公司治理为核心，深化大型商业银行改革。~~引导大型银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，增强金融市场的活力与韧性，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。继续推进开发性、政策性金融机构改革。~~压实机构主体责任，坚持依法合规，完善规则制度，一行一策，从增量改革入手，~~渐进式、分步骤推进存量业务改革，实现业务分类管理分账核算，有序提高透明度，强

化资本约束，加强风险管理，健全激励机制，~~压实机构主体责任~~，更好发挥开发性、政策性金融机构在服务实体经济、服务国家战略方面的重要作用。

七是坚持底线思维，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。夯实金融稳定的基础，以经济高质量发展化解金融风险。~~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。密切监测、重点排查重点领域风险点，抓紧补齐监管制度短板，加快完善现代金融监管体系，加强监管协调。有效发挥存款保险制度的作用，聚焦早期纠正，进一步完善存款保险专业化、市场化风险处置机制。~~全力做好存量风险化解工作，坚决遏制各类风险反弹回潮。~~防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险。进一步发挥存款保险市场化处置平台作用，探索多种市场化、法治化方式，支持中小银行化解风险和补充资本。加大银行体系不良资产核销力度，分类施策补充中小银行资本。落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制，强化地方党政风险处置属地责任，推动做好重点省份高风险机构数量压降工作。落实重大金融风险问责、金融风险通报等制度，有效防范道德风险。提升金融风险防控的前瞻性、全局性和主动性，健全金融风险问责机制，对重大金融风险严肃追责问责。落实地方党政同责，压实各方责任，畅通机制、明确职责、分工配合、形成合力，有效防范道德风险。加强对系统重要性银行的监管，推动银行按时满足附加监管指标，制定恢复计划与处置计划建议，落实信息报送等审慎监管要求，及时进行风险提示。处理好稳增长和防风险的关系，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。~~

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com