

总量稳、结构优，稳增长态度更加坚决

——2021 年四季度货币政策执行报告解读

联合资信宏观研究部

2 月 11 日，央行发布《四季度货币政策执行报告》，对强化了国内经济下行压力，认为外部环境更趋严峻和不确定；货币政策方面，央行稳增长态度更加坚决，表示要着力实现总量稳、结构优的较好组合，扩大信贷或将成为下一步“宽信用”的主要抓手，再次降准降息仍有可能；同时对发达经济体的货币政策的溢出效应关注度显著上升，后期可能会掣肘我国货币政策宽松的空间。房地产方面，强调满足购房者合理住房需求，房地产或将迎来进一步实质性的宽松。

宏观经济方面，强化了国内经济下行的压力，外部环境更趋严峻和不确定。国内经济，相较三季度，四季度报告强化了国内经济的下行压力，沿用了中央经济工作会议的表述“当前我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，外部环境更趋复杂严峻和不确定”，同时认为“疫情反复仍对消费需求形成抑制，部分领域投资尚在探底”。从高频数据看，2022 年春节期间的餐饮消费、电影票房、旅游出行等较疫情前尚有一定的修复空间，显示疫情对消费的影响尚未消除。海外经济，央行指出当前外部环境更趋复杂严峻和不确定，疫情、通胀和发达经济体货币政策调整仍是全球经济的三大不确定性，可能伴生的经济金融风险不容忽视。通胀方面，认为国内通胀压力总体可控：CPI 运行中枢可能较上年温和抬升，继续在合理区间运行；PPI 同比涨幅将延续回落态势。全球高通胀持续时长尚存争议，需防止通胀预期脱锚风险。整体看，央行更加关注外部环境对我国可能产生的影响，同时在面临经济下行压力的情况下，央行将采取更加积极的政策，国内通胀不会成为掣肘货币政策实施的因素。

对于货币政策，央行稳增长态度更加坚决，着力实现总量稳、结构优的较好组合。四季度货币政策基调延续中央经济工作会议的表述“灵活适度”，而非三季度的“灵活精准、合理适度”；政策力度方面相较于三季度的“把握好政策力度和节奏，做好跨周期调节”，四季度的表述变为“加大跨周期调节力度，注重充分发力、精准发力、靠前发力”，稳增长的态度更加坚决。四季度货币政策执行报告的定调，再次确认了我国货币政策未来会更加宽松，再次降准降息仍有可能。但考虑到美联储在 3 月份有可能开始加息，而在联储连续加息期间，我国央行尚无降息先例，所以下一次降准可能在 3 月。总量方面，要保持货币信贷总量稳定增长。四季度报告中“信贷”

出现的次数由第三季度的 19 次提高至 58 次，并且设专栏说明增强信贷总量增长的稳定性，或表明扩大信贷成为下一阶段的重点工作。**结构方面，要保持信贷结构稳步优化。**央行提出要引导金融机构增加对信贷增长缓慢地区的信贷投放，精准发力加大对小微企业、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节的支持力度，**说明下一阶段对于区域和重点行业的支持力度会加大。**

宽信用的结果往往是宏观杠杆率的上升（例如 2008 年和 2020 年），但央行在四季度货币政策执行报告中多次强调要保持宏观杠杆基本稳定，**我们认为宏观杠杆率保持基本稳定并不会掣肘货币政策实施空间。**央行在报告中明确指出“我国宏观杠杆率稳中有降，为未来金融体系继续加大对实体经济的支持创造了空间；同时我国疫情防控形势良好，经济增长韧性不断增强，也为未来继续保持宏观杠杆率基本稳定创造了条件。预计随着经济进一步恢复发展、内生增长动力不断增强，2022 年我国宏观杠杆率将继续保持基本稳定”。一方面，央行在专栏 3 中明确了“名义 GDP 是宏观杠杆率计算的分母，国民经济持续恢复是宏观杠杆率企稳的关键所在”，所以保持宏观杠杆率稳定的关键是“稳增长”，这与央行将在下一阶段工作中把稳增长、防风险放在突出位置的做法相一致。另一方面，除了名义 GDP 增长，稳杠杆的另一端是保持社融规模增速和 M2 与名义 GDP 增速基本匹配。央行在专栏 2 中首次对“基本匹配”的概念进行明确，央行表示，2021 年末，M2 和社会融资规模同比增速分别为 9% 和 10.3%，同名义经济增速基本匹配；从两年平均看，2020 年、2021 年 M2 和社会融资规模增速分别为 9.5% 和 11.8%，同两年平均名义经济增速基本匹配并略高。根据 31 个省已经公布的 2022 年实际 GDP 增长目标加权看，全国 GDP 增速为 6% 左右，而 2020-2016 年 GDP 平均缩减指数为 2.5% 左右，所以据此预算 2022 年名义 GDP 增长 8.5% 左右；根据我们测算，2021 年社融增速与名义经济增速相差 2.5 个百分点左右，这个增速差在央行的“基本匹配”范围内，那么 2022 年社融增速大约在 11% 左右。因此综合看，2022 年杠杆率基本稳定并不意味着社融增速的下行，不会掣肘货币政策的实施空间。

央行对发达经济体的政策关注度上升。四季度报告将“以我为主”从以往的政策总基调部分移至汇率政策部分，此外，央行在报告中强调主要发达经济体通胀攀升，供应瓶颈尚未有效缓解，全球跨境资本流动和金融市场调整的风险上升，均表明央行对美联储等发达经济体加速加息的关注度上升，且以往美联储连续加息期间，我国央行尚未有加息的前例，所以美联储加息进程可能会对我国货币政策产生掣肘。

防风险方面，总思路或将有所调整，对非标融资压缩或将有所放松。四季度央行在“专栏 6，攻坚战取得重要阶段性成果”中，指出“攻坚战取得重要阶段性成果，守住了不发生系统性金融风险的底线”、“经过集中攻坚，我国金融体系积累的突出风

险点得到有效处置，制度短板逐步补齐”，较三季度报告新增“把稳增长、防风险放在突出位置”。央行认为“防风险取得重要成果”，或表明未来一段时期内，央行防风险的思路重心偏向平衡稳增长与防风险，对非标融资的压降或有所放缓，有利于城投企业非标融资，由于城投系基建投资的一大资金来源，此举也有利于增强基建投资的托底作用。

房地产方面，强调满足购房者合理住房需求，对房地产定调更为积极，**房地产或将迎来进一步实质性的宽松**。四季度货币政策执行报告延续三季度的“房住不炒；坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”，但是删除了三季度报告中所提的“保持地产金融政策的连续性、一致性、稳定性”，同时增加了 2021 年四季度以来多次提及的“更好满足购房者合理住房需求”，表明房地产调控政策有望进一步有实质性的松动。实际上当前已经有所调整，例如全国层面上央行、银保监会公告保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理，部分地方下调首付比例同时提高公积金贷款额度等。虽然 2021 年 9 月开始房地产调控政策边际已经有所松动，但在前期系列调控政策的影响下房地产市场持续低迷：2021 年房地产新开工面积同比下降 11.4%（上年同期为下降 1.2%），房地产开发投资完成额累计同比 4.4%（上年同期为 7.0%）。2022 年在经济面临“三重压力”的背景下，结合住建部 2022 年工作会议提出的“充分释放居民住房需求潜力”等政策表态，**2022 年房地产行业在全国层面和地方层面的调控政策均有望进一步松动，但房地产行业不会再经历“四万亿”时代的高速增长**。

汇率方面，**2022 年汇率易贬难升**。四季度货币政策执行报告延续三季度的“增强人民币汇率弹性”，并新增“加强跨境资金流动宏观审慎管理，处理好内部均衡和外部均衡的平衡”，或表明 **2022 年跨境资金流动监管将有所加强**。2021 年人民币对美元汇率较强，从全年走势看，人民币对美元汇率先后经历了“贬值-升值-震荡贬值-升值”四个阶段，截止 2021 年 12 月 31 日，人民币对美元即期汇率收报 6.3730，较年初升值约 1.41%。2022 年，中美经济复苏态势和货币政策的分化将对人民币产生一定贬值压力，此外，中美经贸关系仍存在诸多变数，人民币对美元汇率或将小幅贬值，但整体贬值压力可控。

总体来看，我国货币政策已经正式转为全面宽松。1 月信贷迎来“开门红”，但从结构看，企业端长期贷款表现仍较为疲弱，市场对于“宽信用”还是“宽货币”看法仍存在分歧，短期内债市收益率大概率是保持震荡。但随着“宽信用”政策的逐步推进，基建和房地产带动企业长端贷款需求上升，“宽信用”得到确认后，市场对经济高增长的预期提高，进而导致债市收益率存在上行风险。此外，美联储的加速加息，带动美国国债收益率快速上行，中美利差收窄，对我国国债收益率形成上行的压力。

附表：2021 年四季度和三季度货币政策执行报告对比

| | 2021 年四季度 | 2021 年三季度 |
|------|--|---|
| 国外经济 | 受疫情反弹扰动，2021 年下半年以来全球经济复苏放缓， 供应链瓶颈仍未根本缓解 ，海外通胀压力上升，发达经济体劳动力市场出现结构性变化。展望未来，疫情形势、通胀走势、发达经济体宏观政策调整仍有较大不确定性，可能伴生的经济金融风险不容忽视 | 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 ，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 |
| 国内经济 | 1) 我国经济发展 面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力 ， 外部环境更趋复杂严峻和不确定 ； 2) 主要发达经济体通胀攀升， 供应瓶颈尚未有效缓解 ； 3) 国内经济面临下行压力， 疫情反复仍对消费需求形成抑制 ，部分领域投资尚在探底，经济潜在增速下行、人口增长放缓、低碳转型等中长期挑战也不容忽视 | 1) 世界百年未有之大变局和新冠肺炎疫情全球流行交织影响， 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、周期因素制约， 保持经济平稳运行的难度加大 ； 2) 国内经济运行面临 疫情多地散发、大宗商品价格高企 等挑战； |
| 通胀 | 通胀压力总体可控 ，2022 年 CPI 运行中枢可能较上年温和抬升，继续在合理区间运行；PPI 同比涨幅将延续回落态势 | 通胀压力总体可控 ，四季度 CPI 温和上涨，总体保持在合理区间内平稳运行；PPI 涨幅继续扩大，短期内可能维持高位 |
| 货币政策 | 1) 稳健的货币政策要 灵活适度，加大跨周期调节力度 ，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能， 注重充足发力、精准发力、靠前发力 ，既不搞“大水漫灌”，又满足实体经济合理有效融资需求，着力加大对重点领域和薄弱环节的金融支持，实现总量稳、结构优的较好组合； 2) 保持货币信贷合理增长 | 1) 稳健的货币政策要 灵活精准、合理适度，以我为主 ，稳字当头，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 ，维持经济大局总体平稳，增强经济发展韧性； 2) 保持货币信贷和社会融资规模合理增长 |
| 降成本 | 健全市场化利率形成和传导机制，发挥贷款市场报价利率改革效能， 稳定银行负债成本，引导企业贷款利率下行 | 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效能， 优化存款利率监管，推动小微企业综合融资成本稳中有降 |
| 防风险 | 把稳增长、防风险放在突出位置 ，稳字当头、稳中求进，按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针，坚持市场化、法治化原则，坚持在线修复为主和改革化险，坚持压实各方责任。 增强前瞻性、预判性和系统性 ，积极应对新形势、新挑战，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线，坚决维护经济社会大局稳定 | 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 |
| 汇率 | 保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定， 以我为主 ，以市场供求为基础，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 | 深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性， 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 |

| | 2021 年四季度 | 2021 年三季度 |
|-----|---|--|
| | 器功能，引导市场主体树立“风险中性”理念， 处理好内部均衡和外部均衡的平衡 | 币汇率在合理均衡水平上的基本稳定 |
| 房地产 | <p>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，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，维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环。</p> | <p>1) 目前房地产市场风险总体可控，房地健康发展的整态势不会改变；</p> <p>2) 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产市场的平稳健康发展，维护住房消费者的合法权益</p> |
| 专栏 | <p>1) 银行体系流动性影响因素与央行流动性管理</p> <p>2) 增强信贷总量增长的稳定性</p> <p>3) 我国宏观杠杆率保持基本稳定</p> <p>4) 两项直达工具接续转换</p> <p>5) 探索开展气候风险压力测试</p> <p>6) 防范化解重大金融风险取得重要成果</p> | <p>1) 客观看待超额准备金率下降</p> <p>2) 优化存款利率自律上限成效显著</p> <p>3) 发达经济体货币政策调整及应对</p> <p>4) 全面准确看待国际收支反映的资金来源于运用</p> |

数据来源：央行，联合资信整理

免责声明

本报告涉及的内容仅供参考，不构成对某种决策的最终操作建议，更不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。联合资信评估股份有限公司就本报告涉及的内容不对接收方做出任何担保，对于本报告涉及内容导致的任何直接的或者间接的投资盈亏等后果，联合资信评估股份有限公司不承担任何责任。

本报告涉及的内容版权仅为联合资信评估股份有限公司所有。如引用发布，需注明出处为联合资信评估股份有限公司，且不得对本报告涉及的内容进行有悖原意的（包括但不限于）引用、删节和修改。

DISCLAIMER

The content provided in this report is for reference only; therefore it does not constitute any final operational advice for certain decision, and is less able to be served as the basis for investment research decisions, as well as any moral, liable or legal basis or evidence, with or without warranty of any kind, either express or implicit. **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** assumes no guarantee for the content in the report, nor bears any liability or responsibility for any investment gains and losses, either directly or indirectly, arising from or in reliance upon the content of the report.

The copyright of the content contained in this report are solely owned and reserved by **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** A reference to **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** shall be made in any citation, and no citation, abbreviation and modification may be made to the content against the original meaning.