中信期货
CITIC Futures

2022-11-16
投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

固定收益组　张雨
从业资格号 F3022617
投资咨询号 Z0013604

三季度货币政策执行报告点评：货币政策积极程度边际转弱

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。

核心观点：第一，央行对国内经济的表述较之一季度相对乐观，但仍谨慎；**第二**，央行认为发达国家简单依靠货币政策平抑通胀的有效性面临挑战；**第三**，以前两点为基础，央行对国内的通胀关注程度明显上升，十分警惕货币扩张的滞后效应；**第四**，由于央行对国内经济的表述边际乐观，且加大了对通胀的关注，总体货币政策取向上边际收敛：删去了“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心”，未来一个季度内降息概率可能偏低；**第五**，由于经济仍存在内外部压力，央行短期的中介目标是“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，且依旧强调“坚持不搞大水漫灌”，则狭义流动性仍将偏宽、实体面临的融资环境仍将较为友好；**第六**，央行强调落实落细金融服务小微企业、民营企业政策会贷长效机制，增强微观主体活力。为实现这一目标，政策工具选择上将以政策性金融工具、专项信贷政策等结构性货币政策工具为主，总量型货币政策工具的效果相对有限；**第七**，后续随着防疫政策优化，个人消费信贷是值得关注的重点；**第八**，关于汇率，央行的重点政策思路是稳定预期。

1、央行对国内经济的表述较之一季度相对乐观，但仍谨慎。一则全球经济复苏动能趋弱；二则国内居民预防性储蓄意愿上升制约消费复苏；三则积极扩大有效投资面临收益不足等多方约束；四则人口老龄化、低碳转型等中长期挑战也不容忽视。

2、央行认为简单依赖货币政策平抑高通胀的有效性成为发达经济体面临的重要挑战。财政政策、结构化改革、国际协调、开放贸易等多方面协同发力改善供给的迫切性进一步凸显。**可能是来自于英国“迷你预算”引发金边债券大幅抛售的经验教训。**

3、央行对于国内通胀的关注程度较一季度大幅上升，强调了M2高增长的滞后效应，并将特别关注未来需求侧的变化。一则目前地缘政治冲突仍扰动世界能源供应，发达经济体高通胀粘性较强，外部输入性通胀压力依然存在；二则一段时间以来我国M2增速处于相对高位，若总需求进一步复苏升温可能带来滞后效应；三则高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化。

4、总体货币政策取向依旧未提“引导市场利率围绕政策利率为中枢上下波动”，但删去了“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心”，积极程度有边际弱化，未来一个季度内降息概率可能偏低。货币政策整体取向已连续三个季度删去了“引导市场利率围绕政策利率为中枢上下波动”。但三季度较二季度删去了“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心”。“总量和结构双重功能”这一措辞曾出现在2020Q1、2021Q4、2022Q1、2022Q2的《中国货币政策执行报告》，与之对应央行均有降息操作。2020Q2 - 2021Q3的《中国货币政策执行报告》未出现该措辞，与之对应央行没有降息操作。

5、央行目前的中介目标是“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，而非“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”，经验上这一中介目标的短期切换往往对实体的实际融资环境较为友好。“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”是央行的中长期中介目标，但短期仍会根据经济形势相机抉择、预调微调。当短期中介目标切换为“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”时，往往对实体的实际融资环境较为友好。

6、央行依旧强调“坚持不搞大水漫灌”，则狭义流动性仍将偏宽，并着重于支持实体经济，避免“资金空转”。央行强调“坚持不搞‘大水漫灌’”，不超发货币，为实体经济提供更有力、更高质量的支持”。我们曾在专题报告《读懂央行的“暖色”系列之三：关于《中国货币政策执行报告》中的“不搞大水漫灌”——专题报告20221109》指出，“坚持不搞大水漫灌”这一措辞出现并不对应央行收紧狭义流动性，反而经常出现在狭义流动性偏宽阶段。应解读为货币政策松周期，为防止金融资源配置进一步固化扭曲的经济结构和金融“脱实向虚”，央行释放兼顾金融稳定的信号。

7、央行强调落实落细金融服务小微企业、民营企业政策会贷长效机制，增强微观主体活力。这一目标往往需要央行通过结构性货币政策或一定指导直接调控金融机构资产端，而非使用总量型货币政策通过金融机构负债端传导。央行调节影响银行扩表的实体融资需求约束有两种方式：第一种是降低金融机构负债端成本，进而向实体经济负债成本传导，一来刺激实体融资需求、二来影响金融机构信贷供给能力；第二种是直接作用于金融机构资产端，影响金融机构资产配置行为。要实现金融服务小微企业、民营企业政策会贷长效机制，增强微观主体活力，往往需要央行直接作用于金融机构资产端，这也与三季度以来央行的调控思路一致：政策性金融工具、专项借款等结构性货币政策工具为主。

8、关于利率传导机制，较二季度新增表述“推动降低企业融资和个人消费信贷成本”。降低个人消费信贷成本将会是重点之一，这主要一则今年以来居民预防性储备意愿高企，10月社零同比增速为负；二则10月房地产销售同比增速再度下滑，经济有效需求不足、内循环不畅。后续随着防疫政策优化，个人消费信贷是值得关注的重点。

9、关于汇率，央行的重点政策思路是稳定预期。“坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场化汇率形成机制不变，坚持市场化汇率形成机制不变，坚持市场化汇率形成机制不变，加强预期管理”，并撰写专栏《人民币汇率保持基本稳定有坚实基础》，强调“下一阶段，人民币汇率继续在合理均衡水平上保持基本稳定具有坚实基础，有基本面和政策面两大支撑因素”，应该是为了起到稳定预期作用。

货币政策执行报告主要内容对比

		2022Q3	2022Q2
宏观经济	全球经济	全球通胀仍维持高位，主要发达经济体货币政策延续收紧态势，**在稳物价和稳经济之间艰难权衡**，叠加地缘政治冲突、疫情爆延和能源食品危机等诸多因素扰动，世界经济活动普遍放缓，**金融市场大幅震荡，潜在风险值得高度警惕。** 随着时间推移，高通胀对全球经济活动的影响可能逐步显现，阻碍经济复苏进程并进一步加大贫富差距。**与此同时，简单依赖货币政策平抑高通胀的有效性也成为发达经济体面临的重要挑战，财政政策、结构化改革、国际协调、开放贸易等多方面协同发力改善供给的迫切性进一步凸显。** **高度警惕经济下行压力在全球更广范围蔓延的风险。**今年以来，发达经济体货币政策收紧、地缘政治冲突、能源短缺、通胀高企等多重因素叠加导致全球经济持续承压，累积的紧缩效应可能超出预期 **金融体系脆弱性不断积累，潜在风险不容忽视。**	当前高通胀正在成为全球经济发展的最大挑战，主要发达经济体央行加快加码收紧货币政策，叠加疫情反复、地缘政治冲突，能源粮食危机等影响，**世界经济增长动能转弱，金融市场震荡和部分经济体硬着陆的风险值得关注。** 高通胀背景下，主要发达经济体货币政策面临的**“偏松易引发通胀预期发散、偏紧易加大经济硬着陆风险”两难困境 更加凸显。** **新兴经济体和发展中国家面临通胀攀升、经济放缓、债务积压、货币贬值以及资金流出和能源危机的“完美风暴”风险。**
	国内经济	三季度我国经济明显回升，总体呈现恢复向好发展态势。第三季度，我国国内生产总值（GDP）同比增长3.9%，比二季度加快3.5个百分点，稳经济一揽子政策和接续措施效能不断释放 **也要看到，当前外部环境更趋复杂严峻，海外通胀高位运行，全球经济下行风险加大，国内经济恢复发展的基础还不牢固。**一方面，发达经济体通胀粘性较强，收紧货币政策的国内冲击仍可能延续，全球经济复苏动能趋弱，近期IMF再次下调2023年全球经济增速0.2个百分点至2.7%。另一方面，**国内居民预防性储蓄意愿上升制约消费复苏，积极扩大有效投资面临收益不足等多方约束，人口老龄化、低碳转型等中长期挑战也不容忽视。** **但要看到，我国构建新发展格局的要素条件较为充足，有效需求恢复发力且潜力巨大，经济韧性强、潜力足、活力足、长期向好的基本面没有改变。**要保持战略定力，坚定做好自己的事，全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，统筹好疫情防控和经济社会发展，继续抓好稳经济一揽子政策和接续措施落地见效，着力推动高质量发展	二季度我国经济顶住压力实现正增长 今年上半年，我国国内生产总值（GDP）同比增长 2.5%，其中 3-4月受内外部趋预期因素影响经济下行压力一度加大，5-6月随着疫情防控取得积极成效，国务院稳经济一揽子政策措施加快落地，财政政策、货币政策、产业政策加大实施力度，最大程度稳住经济社会发展基本盘，二季度GDP实现同比增长0.4%。经济运行总体呈现企稳回升态势 …进出口较快增长.**国际收支保持平衡，外汇储备稳定在3万亿美元以上。** **当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突 持续，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复基础尚需稳固** …一方面，疫情新全球经济“低通胀、低利率、低增长、高债务”的**“三低一高”局面正在发生根本性转变，特别是高通胀问题正成为多数经济体面临的最大挑战。为治理高通胀，主要发达经济体加快收紧货币政策，通过外部外资、工业渠动和金融市场渠道给新兴经济体市场带来的溢出影响明显加大，全球经济活动放缓、部分经济体衰退风险增加。**另一方面，**国内消费恢复面临居民收入不振、资产负债表受损和消费场景受限等挑战，积极扩大有效投资还存在一些难点堵点，服务业恢复基础尚不牢固，青年人就业压力较大，稳经济还需付出艰苦努力。** **但要看到，我国经济长期向好的基本面没有改变，经济保持较强韧性，宏观政策调节工具丰富，推动经济视复发展进程相适应，更加重视总量和结构并重的特点，**稳经济一揽子政策调节工具丰富，推动经济高质量发展具备诸多有利条件。**
	通胀	物价保稳总体温和，**但要警惕未来通胀反弹压力**…展望未来，我国经济总供求大体平衡，货币政策保持稳健，产业链、供应链运转较为通畅，居民通胀预期平稳，具备保持物价水平基本稳定的有利条件. **同时，也要高度重视未来通胀升温的潜在可能性。**目前地缘政治冲突仍扰动世界能源供应，发达经济体高通胀粘性较强，外部输入性通胀压力依然存在；**一段时间以来我国M2增速处于相对高位，若总需求进一步复苏升温可能带来滞后效应；**冬季猪肉蔬菜价格季节性波动，有节错位等因素，特别是疫情防控更加精准后消费动能可能快速释放，也可能短期加大结构性通胀压力，**对此要密切关注，加强监测研判，警惕未来通胀反弹压力。**	**全年物价水平将保持总体稳定，但要警惕结构性通胀压力**…总体而言，我国经济运行逐步恢复，供求关系基本稳定，货币条件适度 …在粮食能产煤、能源市场平稳运行的有利条件下，预计物价涨幅仍将温行在合理区间，全年 CPI 平均涨幅在 3%左右的预期目标有望实现，PPI涨幅年内大体延续下行态势。 **下一阶段…国内结构性通胀压力可能加大，输入性性通胀压力依然存在，**预计下半年预计下半年CPI涨幅将有所涨幅将有所上行，中枢较上半年水平抬升，一些月份涨幅可能阶段突破3%，**对此要密切关注，加强监测研判，警惕通胀反弹压力。**
	货币政策	**加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期，经济增长和物价稳定，内部均衡和外部均衡，**坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有力、更高质量的支持，保持流动性合理充裕，指导政策性、开发性银行用好用足政策性开发性金融工具额度和8000亿元新增信贷额度，**引导商业银行扩大中长期贷款投放，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，**力争经济运行实现更好结果。	**加大稳健货币政策实施力度 ，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，**主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，**兼顾短期和长期，经济增长和物价稳定，内部均衡和外部均衡，**坚持不搞“大水漫灌”，**不超发货币 ，为实体经济提供更有力 ，更高质量的支持 .** 保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性开发性金融工具，**重点发力支持基础设施领域建设，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，**力争经济运行实现更好结果。
下一阶段整体思路	物价	**高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化，**不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。	**密切关注国内外通胀形势变化，不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。**
	利率汇率	继续深化利率市场化改革，优化长行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，着力稳定银行负债成本，释放贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业融资和**个人消费信贷成本。** 密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场化汇率形成中枢决定性作用，坚持底线思维，**加强预期管理**，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	健全市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，加强存款利率监管，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，着力稳定银行负债成本，**发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用 ，推动降低企业综合融资成本。** **密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡。**坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度， 坚持底线思维，加强跨境资金流动宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
	金融风险	统筹做好经济发展和风险防范工作，保持金融体系总体稳定，建立健全金融风险防范、预警和处置机制，坚决守住不发生系统性金融风险的底线，维护好广大人民群众的利益。	遵循市场化法治化原则，统筹做好经济发展和风险防范工作，保持金融体系总体稳定， 坚决守住不发生系统性金融风险的底线。
	流动性	一是保持货币信贷平稳适度增长。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，**保持货币供应量和社会融资规模合理增长，为巩固经济回稳向上态势，做好年末经济工作提供适宜的流动性环境。**密切关注国内国外经济金融形势和主要央行货币政策变化，加强对流动性供求形势的金融市场变化的分析监测，灵活开展公开市场操作，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性，稳定市场预期，把握好时、外、内和度，完善货币供应调控机制，持续规解银行信贷供给的流动性、资本和利率工具的来，引导金融机构按照市场化法治化原则，加大对实体经济的信贷支持力度。用好政策性开发性金融工具和政策性、开发性银行新增8000亿元信贷额度，支持基础设施建设融资；	**一是保持货币信贷平稳适度增长。**综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，**保持货币供应量和社会融资规模合理增长，**力争经济运行实现更好结果 。密切关注国际国内外经济不确定因素变化，深入研判银行体系流动性供求状况，提高操作的前瞻性、灵活性和有效性，稳定好市场预期，**平衡好内、外部均衡**。完善货币供应调控机制，持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率工具的来，引导金融机构按照市场化、市值线定价原则，**加大对实体经济的信贷支持力度。**引导开发性政策性银行落实好新增的8000亿元信贷额度和新设的3000亿元金融工具，有力支持基础设施项目融资。
下一阶段具体操作	信贷	二是结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退。 保持再贷款、再贴现政策稳定性，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，推动普惠小微贷款支持工具更好落地生效，保持对小微企业的金融支持力度，更好发挥其稳企业保就业的重要作用。	**二是结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，突出金融支持重点领域和薄弱环节。** **保持再贷款、再贴现政策稳定性，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。加大对小微企业的金融支持力度，推动普惠小微贷款支持工具更好落地生效，更好发挥其稳企业保就业的重要作用。**
	行业政策	多措并举推进政策性开发性金融工具支持重大项目加快建设和资金支付，支持项目配套融资，扎实推动形成更多实物工作量。 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，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，**推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。**	**依法合规用好3000亿元政策性开发性金融工具，推动新增的8000亿元开发性政策性银行信贷额度及时投放，引导商业银行、社会资金等跟进提供融资支持，加快推动基础设施建设和重大项目开展实物工作量，发挥好稳投资积极作用。** 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，**因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，稳妥实施房地产金融审慎管理制度**，促进房地产市场健康发展和良性循环。
专栏		**1.合理看待存贷差扩大合理看待存贷差扩大**，总的来看，存贷差扩大本质上反映的是贷款以外渠道的货币创造增多，与储蓄向投资转化没有直接关系。 **2.发挥政策性开发性金融工具作用助力基础设施建设稳定宏观经济大盘**：在各方共同努力下，金融工具有效支持基础设施建设、助力稳定宏观经济大盘。 **3.阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限**，这种安排既有利于符合条件的城市政府提出“因城施策”原则，用足用好政策工具箱，更好支持刚性住房需求，也体现了坚持房子是用来住的、不是用来炒的理念，维护房地产市场平稳健康发展。 **4.人民币汇率保持基本稳定有坚实基础**。人民币汇率继续在合理均衡水平上保持基本稳定具有坚实基础，有基本面和政策面两大支撑因素。	**1.金融政策施生效 助力经济回升向好**。总体看，今年以来货币政策主动应对，靠前发力，增强前瞻性、精准性、自主性，金融服务实体经济质效不断提升。货币信贷总量合理增长，企业融资成本明显下降，信贷结构持续优化，金融机构对 受 疫情影响 行业的信贷投放稳步增加。 **2.人民币在特别提款权（SDR）货币篮子中的权重上调**。此次人民币权重上调是国际社会对中国改革开放成果的肯定，有助于进一步提升人民币的国际储备货币地位，增强人民币资产的国际吸引力。 **3.近年来货币政策结构的演变和趋势**。信贷结构演变是经济结构变迁的映射，同时也发挥促进 实体 经济发展的作用 。展望未来，信贷增长将与我国经济从高速增长转向高质量发展进程相适应，更加重视总量和结构优。 **4.全年物价 仍可实现预期目标 但应警惕结构性通胀压力**。应当看到，保持币值稳定是中央银行的首要职责，维护通胀平稳是宏观大盘稳定的题中之义，也是促进经济持续平稳增长的环境要求。任何时刻，中央银行都应该对物价走势的边际变化保持高度关注 ，综合考量多方面因素 ，客观研判未来通胀形势，未雨绸缪做好政策安排。

免责声明　除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经授权、不得发送或复制本报告任何内容。中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。本报告并不构成中信期货有限公司给予的任何私人咨询建议。