

精准有力，保持稳健

——2022年四季度货币政策执行报告点评

事件概述

2023年2月24日，中国人民银行公布《2022年第四季度中国货币政策执行报告》（下文简称《报告》），相关点评如下：

核心观点

▶ 央行 2022 年四季度货币政策报告对于内外环境的判断基本延续了此前的提法：世界经济增长动能减弱，国内经济恢复发展基础尚不牢固。在这一情形下，央行的货币政策基调也并未发生明显变化，不过表述略有调整，由“加大稳健货币政策实施力度”改为“稳健的货币政策要精准有力”，“精准有力”，意味着结构性的货币政策仍是主力，而以降息为代表的总量政策出台的可能性在降低，不过在当前银行面临资金结构性期限错配的情况下，央行通过降准释放长期资金缓解流动性压力的可能性仍然较大。另外对于结构性货币政策，除了强调落实之外，还提到“聚焦重点、合理适度、有进有退”，我们预计部分实施期限截止到 2022 年底的阶段性结构性货币政策工具或将退出，新的结构性政策工具或也将适时推出。总体而言，当前处于经济修复的观察期，货币政策仍会保持适度宽松，DR007 等短端利率暂时上行并不意味着央行的转向，对于资本市场而言，当前的货币政策仍处于较为“舒适”的区间。

▶ 世界经济增长动能减弱，国内恢复基础尚不牢固

四季度央行对于内外环境的判断基本延续了此前的提法，世界经济增长动能减弱，国内经济恢复的基础尚不牢固。《报告》指出，当前外部环境依然严峻复杂，国内经济恢复的基础尚不牢固。

海外方面，重点关注地缘冲突、发达国家通胀及加息进程等方面。《报告》指出地缘冲突还在持续，世界经济增长动能减弱，发达经济体通胀仍处高位，加息进程尚未见顶，对我国经济的影响加深。

国内方面，重点关注疫情演进扰动、储蓄向消费转化动能、房地产新发展模式、地方财政收支压力等四个方面。《报告》指出疫情演进的扰动影响仍需关注，居民储蓄向消费转化的动能有待观察，房地产业转向新发展模式尚需时日，地方财政收支平衡压力持续存在，同时指出人口增长红利消退、绿色转型推进等也可能带来中长期挑战。

▶ 通胀水平总体保持温和，持续关注通胀反弹压力

四季度央行对于通胀的表态有所软化，不仅指出我国短期通胀压力整体可控、中长期具备保持基本稳定的有利条件，还将三季度提到的“警惕未来通胀反弹压力”改为“持续关注通胀反弹压力”。我们认为在猪价大幅回落、油价保持震荡的态势下，我国CPI难以大幅上行，虽核心CPI有随服务价格回升而反弹的动力，但也较难出现超预期的大幅上涨。

《报告》指出，短期看通胀压力总体可控，当前我国经济还处于恢复发展过程中，有效需求不足仍是主要矛盾，产业链、供应链运转通畅，PPI 涨幅预计将总体维持低位。中长期看，物价水平具备保持基本稳定的有利条件，我国经济供需大体平衡，货币政策保持稳健，居民通胀预期平稳。

对于后续可能的压力方面，《报告》指出经济活力进一步释放，企业加快复工满产，劳动力市场加速回暖可能对未来工资变化产生影响；各方面政策累积效果还在逐步显现；主要发达经济体通胀较为顽固，大宗商品价格仍存上涨压力，海外高通胀也可能通过生产、流通等环节向国内传导。要加强监测研判，持续关注通胀反弹压力。

我们认为今年CPI压力仍然有限。一方面，受生猪供给充足，需求修复平淡影响，猪肉价格自去年10月高点34.5元/公斤降至今年2月的21.8元/公斤，降幅接近37%，而春节后（3-5月）为传统的消费淡季，猪肉价格仍然难以大幅回升，成为压制CPI上行的主要力量。另一方面，虽然随着经济企稳回升，服务价格可能会有所反弹，进而带动核心CPI逐步上行，

不过从我们对于居民消费修复斜率（全年实际社零增速约6%）的判断来看，核心CPI也较难出现超预期的大幅上涨。

► 稳健的货币政策精准有力，结构性货币工具聚焦重点

四季度央行对于货币政策基调仍未发生明显变化，不过表述略有调整，由“加大稳健货币政策实施力度”改为“稳健的货币政策要精准有力”，“精准有力”意味着结构性的货币政策仍是主力，而以降息为代表的总量政策出台的可能性在降低，不过在当前银行面临资金结构性期限错配的情况下，央行通过降准释放长期资金缓解流动性压力的可能性仍然较大。另外，部分实施期限截止到 2022 年底的阶段性结构性货币政策工具或将退出，新的结构性政策工具或也将适时推出。

《报告》将三季度提到的“加大稳健货币政策实施力度”修改为“稳健的货币政策要精准有力”，同时强调，要搞好跨周期调节，既着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持，又兼顾短期和长期、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”，稳固对实体经济的可持续支持力度。意味着央行的货币政策基调并未发生明显变化。

信贷方面，《报告》强调保持货币信贷合理平稳增长，并且新增支持金融机构按照市场化、法治化原则满足实体经济有效融资需求，增强信贷总量增长的稳定性和持续性。2022 年信贷的典型特征就是超季节性的“锯齿状”波动，从今年 1、2 月份银行信贷投放节奏以及央行此处的表态来看，央行应该会对银行信贷投放进行一定引导，以增强信贷的稳定性和持续，今年信贷超季节性大幅波动的情况应该会有所缓解。

结构性货币政策工具方面，落实好已出台的工具仍然是重点，《报告》指出实施好普惠小微贷款支持工具、继续并行实施碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、运用好科技创新再贷款和设备更新改造专项再贷款、落实好普惠小微贷款减息支持工具和收费公路贷款支持工具，推动保交楼贷款支持计划落地生效。

除此之外，针对结构性货币政策工具还强调“聚焦重点、合理适度、有进有退”，我们预计部分实施期限截止到 2022 年底的阶段性结构性货币政策工具或将退出，例如设备更新改造专项再贷款（2022 年 9 月-2022 年末）、收费公路贷款支持工具（2022 年第四季度）、普惠小微贷款减息支持工具（2022 年第四季度）等¹。

► 汇率表述基本没变，强调市场的决定性作用

四季度央行对于汇率的表述与三季度基本一致，我们认为今年在美联储加息接近尾声、美元指数维持震荡的格局下，人民币汇率或也将窄幅波动，难以对国内货币政策产生掣肘。

《报告》指出，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，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，增强人民币汇率弹性，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

► 房地产强调做好“三保”，改善优质房企资产负债表

四季度央行对于房地产的表述与 2022 年底召开的央行货币政策委员会四季度例会上的表述基本一致，后续会进一步做好“三保”工作，改善优质头部房企资产负债状况，确保房地产市场平稳发展。随着政策的逐步落地，房地产风险将逐步收敛，进而带动行业步入良性发展轨道。

《报告》除了强调“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”之外，还新增“扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，改善优质头部房企资产负债状况，因城施策支持刚性和改善性住房需求，做好新市民、青年人等住房金融服务，确保房地产市场平稳发展”。与此前 2022 年底召开的央行货币政策委员会四季度例会上的表述基本一致。

1 结构性货币政策工具 <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125213/4634692/4634697/4772191/index.html>

► **专栏重要信息**

央行上缴结存利润支持稳增长。专栏指出：2022 年人民银行依法向中央财政上缴结存利润 1.13 万亿元，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付，支持助企纾困、稳就业、保民生，对稳定宏观经济大盘发挥了重要作用。在完全核销历史成本的基础上，2022 年人民银行依法上缴了所有的历史结存利润，并对外公开披露，这是提高央行财务透明度的重大进展。

坚持实施稳健货币政策，稳住宏观经济大盘。专栏指出：过去五年，人民银行按照党中央、国务院决策部署，始终坚持实施稳健的货币政策，为高质量发展提供“稳”的支撑。一是货币信贷总量稳定增长，2018 年以来累计实施 14 次降准释放长期流动性超 11 万亿元，灵活运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款等工具，维持流动性合理充裕。二是利率调控以我为主，推动综合融资成本稳中有降。企业贷款利率由 2018 年高点的 5.60% 降至 2022 年 12 月的 3.97%，个人住房贷款利率从 5.75% 降至 4.26%；三是人民币汇率坚持市场导向，2019 年以来，在市场供求作用下，人民币对美元汇率曾三次“破 7”，但很快又回到 7 下方。

我国居民消费有望稳步恢复。专栏指出，近三年来受疫情影响，我国消费动能进一步放缓。疫情三年（2020-2022 年）社会消费品零售总额年均同比增速为 2.6%，比疫情前三年（2017-2019 年）低 6.5 个百分点。展望 2023 年，上述制约消费回暖的因素有望缓解，中长期看，2035 年实现人均 GDP 达到中等发达国家水平离不开消费引擎的重要支撑，需坚定信心发挥好消费增长的战略推动作用。

风险提示

经济活动超预期变化。

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观研究助理：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

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_52566

