

总量研究

如何看待货币发力增量空间？

——2022年四季度货币政策执行报告点评兼光大宏观周报（2023-02-26）

要点

核心观点：央行对国内经济修复的信心继续增强，通胀担忧有所弱化，首要目标仍然锚定稳增长。随着防控优化等前期政策渐次落地显效，经济增长的韧性逐渐增强，货币政策加码发力的紧迫性继续降低，逐渐进入观察期，更多是推动现有政策加快落地显效，对重点领域和薄弱环节进行定向精准支持。同时，在经济企稳复苏初期，货币政策退出的可能性较低，4月降准概率进一步走低但仍有可能，关注政策向通过低息结构政策投放流动性的转变。

经济增长：货币政策仍然锚定稳增长，国内通胀压力暂未显现。

央行对海外经济体潜在风险的担忧缓和，对国内经济修复的信心继续增强。海外方面，将“潜在风险值得高度警惕”修改为“关注其对全球经济增长等带来的影响”。国内方面，四季度报告仍然认为国内经济恢复的基础尚不牢固，但是增添了更多积极因素的描述，表现出对国内经济修复的信心明显增强。

央行对于国内潜在通胀压力继续保持关注，但是担忧的程度有所降低。我们预计，今年通胀形势虽有趋势性回升，但总体相对温和，对货币政策操作的约束有限，在相机抉择的决策机制下，政策的实施力度更多取决于经济修复速率，通胀压力的显现更多体现在经济企稳后的下半年。

货币政策：进入观察窗口期，结构工具挑大梁，总量工具等等看。

四季度报告中删去了“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”；并添加了“保持信贷总量有效增长”，将“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，恢复为“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”。货币政策加码发力的紧迫性有所降低，更多是推动现有政策加快落地显效，以及对重点领域和薄弱环节进行定向精准支持，但在经济企稳复苏初期，货币政策退出的可能性较低。

流动性：流动性收敛而非收紧，关注4月降准的可能性。

报告中恢复“引导市场利率围绕政策利率波动”的表述，表明节后资金利率向政策利率的回归，可能是央行有意为之。同时，考虑到宽信用的趋势尚不稳健，流动性并不具备收紧的基础，在“两会”确定赤字率和专项债券新增额度后，4月开始政府债券融资规模有望再度冲高，叠加4月是传统缴税大月，也将对流动性形势产生明显扰动，4月是存款准备金率再度调降的重要窗口期。

房地产：政策意在托而不举，保交楼和存量房贷利率是两个关键。

四季度报告中增加了“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”。考虑到当前房地产链条仍未出现明显企稳信号，针对企业端和居民端的融资政策仍有做出积极调整的必要性，保交楼和存量房贷利率是两个关键。

汇率：人民币汇率温和修复，美元兑人民币波动中枢有望下行至6.8以内。

四季度报告中提及“增强人民币汇率弹性，加强预期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”。考虑到欧美央行加息节奏正在放缓，叠加我国出口增速趋势性下行，预计美元兑人民币中间价有望在修复至6.8以内后维持震荡，并随着国内经济的进一步修复和海外扰动的走弱，中间价震荡中枢有望进一步下移至6.6。

风险提示：新冠二次感染高峰超出预期，国内通胀超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebcn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwh@ebcn.com

相关研报

YCC：日本银行与金融市场的对决——流动性洞见系列十二（2023-01-18）

欧债危机 2.0：市场在担忧什么？——流动性洞见系列十一（2022-11-07）

美元指数何时有望见顶？——光大宏观周报（2022-09-25）

人民币汇率急贬，未来怎么走？——流动性洞见系列十（2022-09-05）

超常态的资金利率还能维持多久？——流动性洞见系列九（2022-08-18）

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-22）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌——流动性洞见系列四（2022-01-25）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

目 录

一、如何看待货币发力的增量空间？	5
二、海外观察	9
2.1 金融与流动性数据：各国国债收益率多数上行	9
2.2 全球市场：全球股市多数下跌、大宗商品涨跌分化	10
2.3 央行观察：美联储纪要释放继续加息信号；韩国央行暂停加息；土耳其央行开始降息	11
2.4 海外政策：俄罗斯总统普京发表国情咨文；俄罗斯总统普京会见王毅	12
三、国内观察	12
3.1 上游：原油、铜价环比下跌	12
3.2 中游：水泥价格环比跌幅收窄、螺纹钢价格环比上涨	13
3.3 下游：商品房成交面积大幅回升，猪价、菜价、水果价格趋势分化	13
3.4 流动性：货币市场利率分化，国债利率普遍上行	14
3.5 国内政策：证监会启动不动产私募投资基金试点工作；中共中央政治局强调加强基础研究	15
四、下周财经日历	15
五、风险提示	15

图目录

图 1：资金利率中枢年后已回归至政策利率	7
图 2：4 月是调降存款准备金率的合意时间窗口(政府融资节奏).....	7
图 3：按揭贷款利率与理财预期收益差驱使按揭贷“早偿”	9
图 4：新增按揭贷款利率大于低于存量按揭贷款利率	9
图 5：美国 10 年期国债实际利率上行，通胀预期上行	10
图 6：英法国债收益率同步上行.....	10
图 7：美国 10y-2y 国债收益率利差小幅收窄	10
图 8：美国投资级企业债利差收窄	10
图 9：A 股上涨、海外股市普跌	11
图 10：大宗商品价格涨跌分化	11
图 11：原油价格环比下跌.....	12
图 12：铜价环比下跌、库存同比下降.....	12
图 13：螺纹钢价格环比涨幅收窄，库存同比上升	13
图 14：水泥价格指数环比跌幅收窄	13
图 15：商品房成交面积大幅回升	13
图 16：土地成交面积大幅回升	13
图 17：猪肉价格下跌，蔬菜、水果价格上涨.....	14
图 18：乘用车日均零售销量同比下跌.....	14
图 19：货币市场利率表现分化	14
图 20：国债利率普遍上行.....	14

表目录

表 1：美欧日央行官员表态	11
表 2：下周全球经济数据热点	15

一、如何看待货币发力的增量空间？

2月24日，中国人民银行发布2022年四季度货币政策执行报告。

经济增长：货币政策仍然锚定稳增长，国内通胀压力暂未显现。

四季度报告中，人民银行对海外经济体潜在风险的担忧有所缓和，对国内经济修复的信心明显增强。海外方面，四季度报告删去了对“地缘政治冲突、疫情蔓延和能源食品危机等诸多因素扰动”的担忧，仅仅保留了对“‘加息潮’的累积效应”的关注，并将“潜在风险值得高度警惕”修改为“需关注其(‘加息潮’的累积效应)对全球经济增长、资本流动、市场运行等带来的影响”，主要的风险则集中于海外高通胀回落的幅度和速度存在不确定性，以及由此带来的经济下行风险。

国内方面，四季度报告对国内经济的定调，由三季度的“国内经济恢复发展的基础还不牢固”，修改为“我国经济运行有望总体回升，经济循环将更为顺畅……国内经济恢复的基础尚不牢固”。虽然四季度报告仍然认为国内经济恢复的基础尚不牢固，但是添加了更多积极因素的描述，表现出对国内经济修复的信心明显增强。

通胀反弹的潜在风险，依然是人民银行最为警惕的制约因素。人民银行对于国内潜在通胀压力继续保持关注，但是担忧的程度明显降低。三季度报告中提出，“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”，而四季度报告则将其修改为“预计通胀水平总体保持温和，也要警惕未来通胀反弹压力……短期看通胀压力总体可控……有效需求不足仍是主要矛盾”。通胀反弹的风险主要来源于三个方面，一是，疫情防控优化后消费动能可能逐步升温；二是，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；三是，海外高通胀也可能通过生产、流通等环节向国内传导。

我们预计，今年通胀形势虽有趋势性回升，但总体相对温和，对货币政策操作的约束有限，在相机抉择的决策机制下，政策的实施力度更多取决于经济修复速率。鉴于通胀的输入性因素和猪周期均已进入下行阶段，消费者通胀形势主要取决于消费需求变化。在疫情冲击消退和超额储蓄的双重支撑下，今年居民消费需求大概率趋势性回暖，参考海外经验来看，居民消费的修复斜率和高度可能较为有限，对消费者通胀的驱动幅度有限。但仍需对消费超预期修复，以及由此推动的通胀超调保持警惕。

货币政策：进入观察窗口期，结构工具挑大梁，总量工具等等看。

四季度报告中，人民银行对于国内经济修复的信心增强，意味着货币政策加码发力的紧迫性有所降低，更多是推动现有政策加快落地显效，以及对重点领域和薄弱环节进行定向精准支持，但在经济企稳复苏初期，货币政策退出的可能性较低。因而，四季度报告中删去了“加大稳健货币政策实施力度”，转而修改为“稳健的货币政策要精准有力”；并首次添加了“保持信贷总量有效增长”，将“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，恢复为“保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配”。

2022年四季度以来，随着疫情防控政策的持续优化，新冠感染者在2022年12月至今年1月逐步“达峰”和“过峰”，新冠疫情对生产、经营和消费等环节的扰动逐步淡化。同时，央行等部委针对房地产链条也推出了信贷政策引导、

“首套住房贷款利率政策动态调整机制”等多项政策措施，进一步稳住房地产链融资，国内经济修复的基础进一步增强，1月融资“开门红”紧贴预期上沿，经济修复的基础虽然有所增强，但结构上仍然存在着一些不确定性因素。

一是，房地产链条仍未出现改善迹象，1月30个大中城市商品房成交面积仅871万平方米，较2019年至2022年同期均值减少512万平方米；1月居民部门中长期新增贷款2231亿元，较去年同期萎缩5193亿元，表明居民部门的购房预期仍然低迷。

二是，中小企业制造业景气度依然处于荣枯线以下，2020年至2022年疫情期间，中小型企业由于经营地域、领域以及现金储备等因素，受到的冲击明显高于大型企业，疫情防控放开后，大型企业制造业PMI迅速回归至荣枯线以上，但中小型企业PMI仍位于荣枯线以下，对于经营面临暂时性困难的中小型企业仍需定向政策支持。

三是，2022年四季度以来的新增融资，具有明显的政策驱动特征，企业和居民部门的内生融资需求仍未明显改善。

在经济修复基础边际改善，但经济结构仍冷热不均的背景下，总量型货币政策工具进一步加码发力的紧迫性已经有所降低，但对于国计民生的重点领域和薄弱环节，仍需结构性货币政策工具定向精准支持。

一则，结构性政策工具仍将是货币政策的主要发力点，精准支持重点领域和薄弱环节。2022年，人民银行通过新设立或者增加额度的方式，投放再贷款额度超过6400亿元，对科技创新、煤炭清洁高效利用、设备更新改造等国民经济的重点领域，以及普惠养老、小微企业和房地产等薄弱环节进行了重点支持。

四季度执行报告再次明确要“结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退，引导金融机构加强对普惠金融、科技创新、绿色发展等领域的金融服务，推动消费有力复苏，增强经济增长潜能”。因而，货币政策有望积极发挥结构性货币政策工具的作用，新设立或者增加相关再贷款额度，继续对国民经济的重点领域和薄弱环节进行定向支持。

二则，用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设。2022年6月以来，国常会先后调增政策性银行信贷额度8000亿元，并新增设立超过6000亿元政策性开发性金融工具支持重大项目建设¹。同时，央行数据显示，2022年9月至11月，抵押补充贷款（PSL）净新增6300亿元，主要用于基建配套资金和“保交楼”。政策行负债端在获得持续稳定的资金补充后，具有较强的信贷投放意愿，在推动基建项目落地的同时，也增加了基建配套中长期贷款需求，同时，也增加了对房地产开发企业中长期信贷的支持。

在此基础上，1月10日信贷座谈会提出“及时跟进政策性开发性金融工具配套融资”，四季度货币政策执行报告进一步确认“持续发挥政策性开发性金融工具的作用，更好地撬动有效投资”。

三则，货币财政协同发力没有提及，财政贴息的新增政策值得观察。2022年9月7日，国常会要求“设备购置和更新改造新增贷款…中央财政贴息2.5个百分点”。随后，9月28日，央行设立2000亿元以上设备更新改造专项再贷款，支持金融机构以不高于3.2%的利率向制造业等设备更新改造提供贷款，按照金融机构发放符合要求的贷款本金100%提供资金支持。在这次货币财政协

¹ 2022年6月1日国常会调增政策性银行信贷额度8000亿元，6月29日国常会进一步提出设立3000亿元政策性开发性金融工具支持重大项目建设，随后，8月24日国常会再度追加3000亿元以上金融工具额度，并可以根据实际需要扩大规模。

同发力的尝试中，中央财政利用不超过 100 亿元²的资金，便撬动了 2000 亿元的增量信贷，促进了新增贷款处在合理水平。

进而，中央经济工作会议进一步要求“(2023 年)保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具”。在 1 月 10 日的信贷座谈会上，政策层再次提及“延续发挥好设备更新改造专项再贷款和财政贴息政策合力”。同时，已经披露的地方政府“两会”报告显示，逾半数省份提到继续支持企业进行技术升级与改造。但是在四季度报告中没有相关增量政策的表述，财政贴息政策的延续性值得关注。

流动性：流动性收敛而非收紧，关注 4 月降准的可能性。

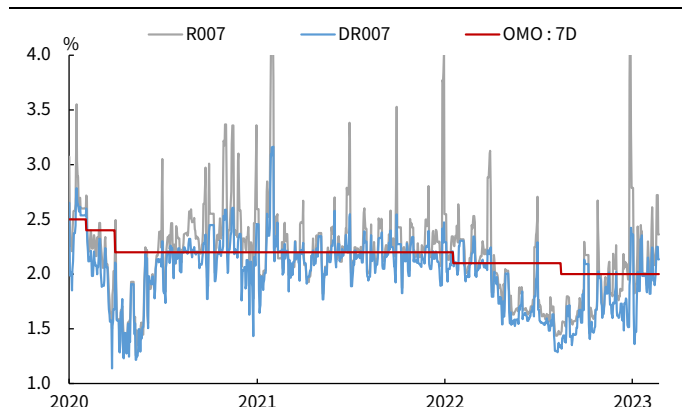
四季度报告中恢复“引导市场利率围绕政策利率波动”的表述，表明节后资金利率向政策利率的回归，可能是央行有意为之。同时，考虑到目前宽信用的趋势尚不稳健，流动性尚不具备收紧的基础，4 月降准概率进一步走低但仍有可能。

春节以来³，受流动性与现金回笼错位、财政收支节奏、信贷投放消耗等因素影响，资金利率呈现出明显上行和波动性增大的特征，DR007 利率中枢上行至 2.05%，R007 利率中枢上行至 2.27%。但考虑到当前新增融资仍具有政策驱动特征，在融资需求端明显企稳之前，仍然需要适宜的流动性环境予以支撑，流动性的边际收敛空间、资金利率中枢抬升高度都将有限。

存款准备金率再次调降的时间窗口，可能会在二季度初。在稳增长的核心政策诉求下，财政政策的逆周期调节力度难以退坡。考虑到在 2022 年财政发力的过程中，消耗了大量往年财政结余资金和国有企业结存利润，财政面临的收支矛盾和资金紧缺情况可能会更为严重。因而，宽财政的增量资金可能会明显依赖于杠杆扩张，包括上调赤字率、增加新增地方政府专项债务额度等方式。

在此背景下，货币政策需要为财政融资创造适宜的流动性环境，调降存款准备金率等释放中长期资金的政策可能难以缺席。从流动性缺口来看，在“两会”确定赤字率和专项债券新增额度后，4 月开始政府债券融资规模有望再度冲高，叠加 4 月是传统缴税大月，也将对流动性形势产生明显扰动。因而，4 月是存款准备金率再度调降的重要窗口期。

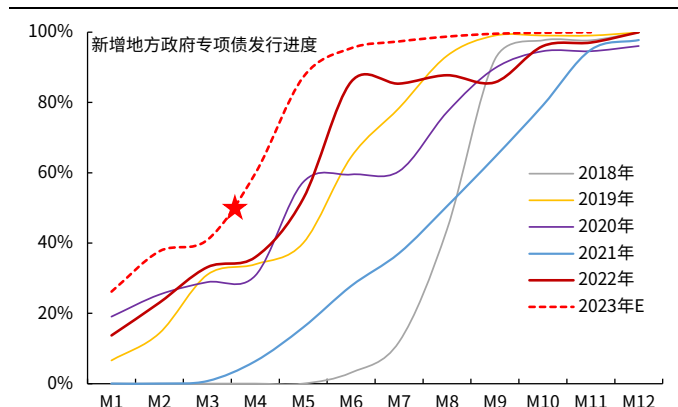
图 1：资金利率中枢年后已回归至政策利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2023 年 2 月 24 日

图 2：4 月是调降存款准备金率的合意时间窗口(政府融资节奏)



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2022 年 12 月，2023 年数据为光大宏观预测数据。

² 100 亿元 = 2000 亿元 * 2.5% * 2。

³ 1 月 28 日至 2 月 24 日。

房地产：政策意在托而不举，保交楼和存量房贷利率是两个关键。

四季度报告中增加了“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”。考虑到当前房地产链条仍未出现明显企稳信号，针对企业端和居民端的融资政策仍有做出积极调整的必要性，保交楼和存量房贷利率是两个关键。

房地产链条对国民经济增长具有重要拉动作用，根据 2020 年国家投入产出表测算来看，2016 年—2020 年，广义房地产部门年均拉动约占 GDP 22.9% 的增加值产出。因而，在经济结构转型的过程中，针对房地产行业的调整，“以稳为主，渐进优化”则显得尤为重要。（详见我们于 2022 年 5 月 22 日发布的研究报告《房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七》）

企业端来看，2022 年 12 月，房地产开发实际到位资金增速下滑至-19.3%，进而拖累房地产开发增速进一步下滑至-10.0%，全国房地产开发景气指数下滑至 2016 年以来最低点。居民端来看，2023 年 1 月，30 个大中城市商品房成交面积同比收缩幅度再度走阔，以按揭贷为主的居民中长期贷款同比萎缩 5193 亿元。企业部门和居民部门的数据表明，目前房企和居民对房地产市场的预期仍然较为低迷，相关信贷政策和监管政策仍需进行定向支持。

一则，企业端，“保交楼”专项资金和信贷引导仍有延续的必要性。2022 年 7 月以来，为了维护住房消费者合法权益，缓解房企现金流紧张所导致的大面积楼盘停工，央行等部委发文支持政策性银行提供“保交楼”专项借款，并通过向 6 家商业银行推出 2000 亿元“保交楼”贷款支持计划，为商业银行提供零成本资金，以鼓励其支持“保交楼”工作，随后又通过信贷指引指引商业银行满足房企的合理融资需求。向前看，房企现金流紧张的困境缓解而未化解，后续政策可能将延续“保交楼”和防止流动性风险向优质房企扩散的思路。

二则，居民端，资产收益与负债成本矛盾激化，存量房贷利率面临较强的调整压力。2021 年下半年以来，在股票市场持续调整和债券市场利率显著下行的驱动下，理财产品的预期收益率出现明显下行。虽然同期按揭贷款利率也有所下行，但是下行幅度明显小于理财产品的预期收益率，因而，理财预期收益率与按揭贷款利率利差的走阔，叠加居民新增贷款利率明显低于存量贷款利率，驱动了居民部门提前偿还按揭贷款的行为。在此背景下，存量房贷利率面临着较大的调整压力。但考虑到商业银行净息差已于 2022 年 12 月创 1.91% 的历史新低，存量房贷利率的调整可能需要存款等利率调整与之配合。

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_52581

