

四季度货政报告的关注点

核心观点

2023 年 2 月 24 日，人民银行发布《2022 年第四季度中国货币政策执行报告》，我们认为核心要点有：①宽信用基调延续，后续强调信贷投放的“有效性”；②预计金融安全将得到更大的重视；③央行认为我国消费增长既有空间也有挑战；④央行关注通胀走势及其四方面影响因素；⑤央行提出“依托部门协调工作机制，加强产业政策和金融政策的协调配合”，我们认为这意味着未来仍是结构性政策发力，并将逐步形成产业政策驱动财政、货币协同发力的政策格局，构建起“具有中国特色的财政货币配合新机制”；⑥2022 年央行已上缴所有历史结存利润；⑦2 月以来资金面紧平衡，我们判断货币政策基调转为稳健灵活适度，短期或较难有降准、降息；⑧2022 年末我国贷款加权平均利率再创下统计以来新低，降融资成本取得积极成果。

□ 宽信用基调延续，后续强调信贷投放的“有效性”

央行对下阶段政策展望的表述总体变化不大，核心仍是“稳健的货币政策要精准有力”，“搞好跨周期调节”，“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”，但也提出“坚持不搞‘大水漫灌’，稳固对实体经济的**可持续支持力度**”，“增强信贷总量增长的**稳定性和持续性**”，“保持信贷总量**有效增长**”等新的表述。我们认为“**可持续支持力度**”、“**稳定性和持续性**”、“**有效增长**”等表述体现出央行宽信用政策基调的延续，信贷增速有望保持平稳增长，社融增速在基数影响下，全年或震荡走高。

其中，“**有效增长**”意味着政策更加注重信贷投放对实体经济拉动的有效性，助力促消费、扩投资、带就业。我们观察到，我国中长期贷款增速自去年 12 月企稳回升，2023 年 1 月为 11.2%，较去年 11 月的低位提高 1 个百分点；其中，企业中长期贷款增速自去年 6 月即已进入回升通道，截至去年 12 月末为 14.7%，较 5 月低位提高 3.3 个百分点；我们测算的有效社融增速（中长期贷款+非标项目+直接融资）去年 9 月也止降企稳，对实体经济形成正面引领。从金融数据的领先性看，二季度国内经济回暖的确定性较强。

□ 预计金融安全将得到更大的重视

报告通过专栏讨论“强化金融稳定保障体系，守住系统性风险底线”，过去五年，央行一方面精准有效处置重大金融风险，另一方面加强维护金融稳定制度机制建设，2022 年 12 月，全国人大常委会对金融稳定法草案进行第一次审议；目前，金融稳定保障基金基础框架初步建立，已有一定资金积累，并且已在两个风险处置案例中得到实际运用。

二十大报告提出“加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系”，我们认为**后续金融安全将得到更大的重视**。当前全球进入动荡变革期，国内外不稳定性不确定性因素仍然较多，我国金融体系脆弱性依然存在。全球产业链、供应链不确定性较大，逆全球化趋势正在开启，保护主义、单边主义上升；国内角度，我国区域性金融风险隐患仍然存在，部分企业债务违约风险加大，个别中小银行风险较为突出，均需密切关注。目前我国金融风险防控已经从攻坚战到常态化，提示关注后续将召开的全国金融工作会议，预计金融安全将成为会议的重要议题。

□ 央行认为我国消费增长既有空间也有挑战

报告通过专栏讨论“我国居民消费有望稳步恢复”，报告指出，与其他国家相比，我国居民消费率相对较低，持续提高既有空间，也有挑战。2023 年，制约消费的多项因素有望缓解，但也要看到，消费复苏的不确定性仍然存在。疫情三年居民收入放缓，资产负债表受到一定程度冲击，居民存款能否更多转化为消费尚待观察，未来疫情演进的复杂性也需关注，当前有必要进一步挖掘消费潜能。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

相关报告

1 《再议超额储蓄——夺回失去的牛市系列研究十三》

2023.02.23

2 《农业强国兼顾发展与安全——2023 年中央一号文件深度解读》 2023.02.17

3 《通胀回落慢或扭转市场交易主线——美国 1 月通胀数据传递的信息》 2023.02.15

我们在 2023 年 1 月 9 日发布的深度报告《当信息杠杆遭遇居民存款搬家——夺回失去的牛市系列研究八》中估算，2020-2022 年我国居民累计的超额储蓄体量共计约 3.98 万亿。我们认为与 1998 年储蓄释放逻辑不同，当前恰逢我国推进共同富裕，如果不能像上一轮通过市场化改革增加居民的刚性消费支出，超额储蓄或较难大体量向消费转换；此外，地产新发展模式下，不论是中长期还是短期看，均较难支撑居民资金大量进入楼市。因此，资本市场或成为超额储蓄的核心外溢方向，我们认为居民超额储蓄将是 2023 年股市流动性的最大不确定因素，其是否进入股票市场关键看赚钱效应。

□ 央行关注通胀走势及其四方面影响因素

报告提出“密切关注通胀走势变化，支持能源和粮食等保供稳价，保持物价水平基本稳定”，央行关注的可能推升通胀的四个因素分别是：1、疫情防控优化后消费动能可能逐步升温；2、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；3、各方面政策累积效果还在逐步显现；4、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。

2023 年 1 月我国 CPI 同比+2.1%，前值 1.8%，1 月猪价延续下跌趋势，汽油、柴油价格有所回调，对 CPI 上涨形成对冲，导致总体数据低于预期，我们认为今年整体 CPI 压力不大，下半年随着核心 CPI 修复而自然回升，全年呈现“U”型走势，高点不会破 3。

□ 预计未来将逐步形成产业政策驱动财政、货币协同发力的政策格局

报告较以往新增“产业政策”相关内容，提出“依托部门协调工作机制，加强产业政策和金融政策的协调配合，提升银企融资对接效率”。央行提出，跟踪监测制造业和科技创新贷款情况，加强督促指导，推动金融资源向制造业和科技创新领域倾斜。

以上政策信号与中央经济工作会议对 2023 年货币政策“精准有力”的定调一致，意味着结构性货币政策将是今年主要发力方式，强化资金的定向支持。

同时，充分验证了我们在 1 月 5 日发布的深度报告《有中国特色的财政货币配合新机制——夺回失去的牛市系列研究七》中的观点，我们认为产业政策驱动经济结构转型升级将是未来我国经济发展的主线，但转型过程中可能面临财政收入不足、货币政策宽信用体量不够、经济增速承压等问题，我们认为核心解决之道在于财政货币的有效配合，未来将逐步形成产业政策驱动财政、货币协同发力的政策格局。

预计在财政政策加力空间相对受限的情况下，货币政策的相关“准财政”工具仍是有效填补产业发展资金缺口的核心渠道，我们将其定义为“具有中国特色的财政货币配合新机制”，政策性银行将是重要抓手。预计“新机制”将侧重于以下两个领域：其一，再贷款资金继续强化支持制造业，助力经济结构转型升级、推动科技自立自强、实现高质量发展；其二，PSL 资金放量、支持新市民公共基础设施及新型基础设施建设。

本次货政报告提出“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”，也印证了后续政策性开发性金融工具将持续发力。2022 年，政策性开发性金融工具总计投放资金 7399 亿元，为基建项目提供资本金、维稳投资发挥了重要作用，9-11 月，PSL 大幅放量为其提供资金支持，若未来政策性金融工具延续，PSL 将再次重启，这也是核心的结构性货币政策工具之一。

□ 2022 年央行已上缴所有历史结存利润

央行在报告中披露，2022 年向中央财政上缴结存利润 1.13 万亿元，这是央行所有的历史结存利润。当前，人民银行利润主要来自历年外汇储备按照市场化原则在国际金融市场中开展投资所实现的经营收益，过去人民银行承担了国有商业银行股份制改革、农信社股份制改革等金融机构改革成本，要从历年人民银行的收益中逐年核销。过去十几年，人民银行坚持将部分利润用于消化金融机构改革历史成本，同时在多数年份也向财政上缴利润。2022 年人民银行完成了金融机构改革历史成本的核销任务，在此基础上，依法上缴结存利润，央行提出，此举不会造成财政向央行透支，也不是财政赤字货币化。

进一步，我们认为由于央行过往结存利润已于 2022 年上缴完毕，此项财政增量来源在 2023 年无法接续，因此我们预计今年预算内财政赤字率较 2022 年的 2.8% 有所上调，以保证广义财政支出体量的基本相当。

□ 2 月以来资金面紧平衡，我们判断货币政策基调转为稳健灵活适度

报告解释了去年 12 月末的流动性调控，12 月中下旬，针对疫情感染人数增多、金融机构到岗人员下降、预防性资金需求上升等情况，央行主动、及早供应跨年流动性，大量增加公开市场投放，保证了年末流动性和货币市场利率平稳运行。

我们再次提示，**央行公开市场操作的重点在价不在量**。我国央行于 2004 年 6 月正式建立了流动性预测分析体系，按日对流动性进行分析、预测和监控，央行流动性调控有较强的主动性。公开市场操作数量是综合考虑现金、财政收支、外汇占款、OMO 到期量等因素带来的流动性缺口及市场需求后的灵活调整，**数量的多少并不代表央行意图，而应主要看资金面的实际表现，即 DR007**。我们在 2 月 10 日发布的报告《1 月金融数据：预计社融增速为全年底部》中提出，2023 年 2 月以来，DR007 在 7 天逆回购利率（2%）附近波动，多日收于 2% 上方，节后资金面紧平衡，我们认为货币政策各项最终目标压力均相对可控，首要目标缺失，**政策基调转为稳健灵活适度，预计短期降准、降息的概率均已不高**。

2023 年全年看，根据去年底中央经济工作会议“精准有力”的部署，预计 2023 年货币政策工具将是以结构性调控为主，侧重定向引导、精准滴灌，**总体宽松幅度或较 2022 年边际收敛**。

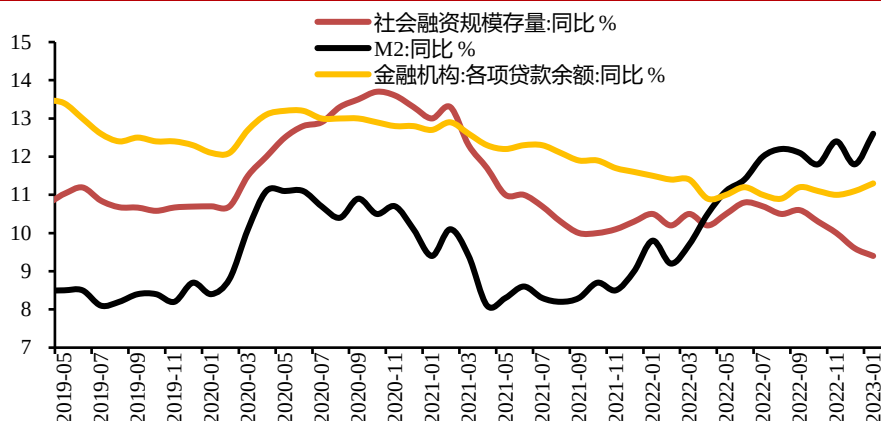
□ 2022 年末我国贷款加权平均利率再创有统计以来新低

2022 年 12 月，我国贷款加权平均利率为 4.14%，同比下降 0.62 个百分点，贷款加权平均利率再创有统计以来新低，降融资成本取得积极成果。其中，一般贷款加权平均利率为 4.57%，同比下降 0.62 个百分点。企业贷款加权平均利率为 3.97%，同比下降 0.6 个百分点。个人住房贷款加权平均利率 4.26%，同比下降 1.37 个百分点。

□ 风险提示

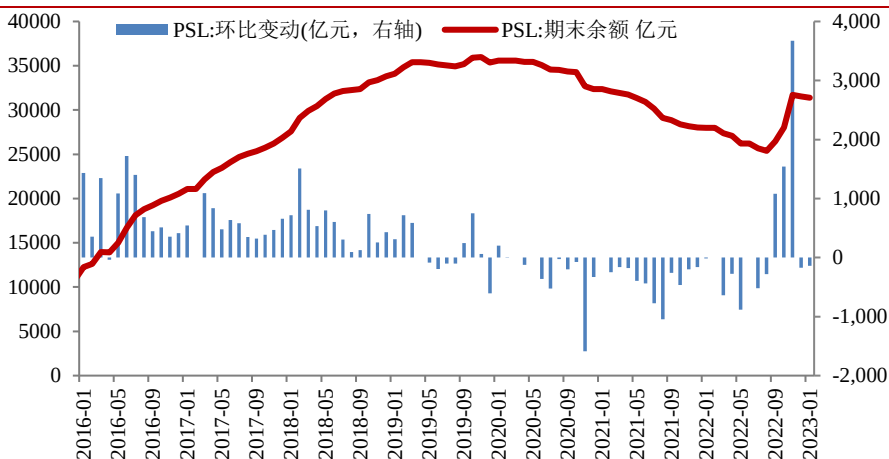
疫情修复速度较快，消费重启推升核心 CPI，叠加海外物价压力通过生成、物流环节向国内传导，使得通胀风险加大，使得货币政策决策难度加大。

图1: 信贷、社融、M2 增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: PSL 增量及存量数据



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

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_52585

