

2023 年货币政策展望（二）

货币政策执行报告的三大关注点

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

2023 年 2 月 24 日，央行发布 2022 年第四季度中国货币政策执行报告。我们梳理了其中的重点内容及其变化，在此基础上回应市场关注的三个问题。

1、对经济恢复乐观，货币发力有无必要？

- 央行乐观看待中国经济的复苏，认为 2023 年“经济运行有望总体回升”；但经济恢复的基础并不牢固，国际地缘冲突、发达经济体加息、经济增长动能减弱；国内疫情扰动、消费动能、地产恢复、地方财政压力值得关注。
- 2023 年货币政策仍有必要发力，将精准、可持续支持扩内需。一方面，央行重视保持信贷总量增长的“有效性”和“稳定性”，蕴含着对去年信贷投放波动较大的反思。另一方面，央行考虑发挥“促消费、扩投资、带就业的综合效应”。我们认为，货币政策可以通过进一步降低存款利率、加强存贷款利率的联动入手，激发经济增长的长期动能。

2、“精准”发力之下，货币工具如何使用？

- 从“量”看，货币政策将保持必要的流动性支持力度。报告强调“保持流动性合理充裕……同名义经济增速基本匹配”。我们认为，要保持大致平稳的 M2 增长，2023 年存款准备金率有 0.5-1 个百分点的下调空间。央行 2022 年已经“依法上缴了所有的历史结存利润”；2023 年外汇占款有回落压力；年初以来信贷较快投放，降准的必要性正在增强。降准在年中流动性紧张节点、四季度 MLF 到期高峰期出现的可能性更大。
- 从“价”看，2023 年“降成本”的边际力度趋缓。2023 年“降成本”的必要性减弱，报告表述由 2023 年三季度的“推动降低成本”改为四季度的“推动成本稳中有降”。我们认为，2023 年降息（调降 MLF 利率）并非政策的“必选项”。利率市场化改革红利的释放仍有空间，以此“降成本”的优先级更高；降息“牵一发而动全身”，需考虑内外约束，且扣除通货膨胀率后，中长期实际利率的下调空间已然收窄。
- 最后是，结构性政策工具的地位提升，发挥其“激励引导作用”。结构性再贷款工具是货币政策“精准”支持实体经济的主要手段，也已成为央行流动性投放的重要渠道。截至 2022 年末，结构性货币政策工具余额约 6.4 万亿元，约占基础货币余额的 17.7%。

3、对通胀担忧趋缓，央行过度乐观了么？

- 央行对未来国内通胀的担忧趋于缓和。央行预计通胀“总体保持温和”，但“也需关注”物价走势的不确定性，弱于三季度的“高度重视”。
- 我们认为，2023 年下半年核心 CPI 上行风险值得警惕。一方面，房地产行业走向良性循环过程中，房租和房价可能止跌回暖，一定程度上推升核心 CPI 增速。另一方面，部分线下接触类服务业历经三年供给出清，随着消费场景限制取消、国内消费需求逐步恢复，可能存在一定涨价压力。

2023年2月24日，央行发布2022年第四季度中国货币政策执行报告。我们梳理了货币政策执行报告中的重点内容及其变化，在此基础上回应当前市场关注的三个问题，即货币政策发力的必要性、货币政策工具如何使用、通胀对于货币政策操作有何掣肘。

一、对经济恢复乐观，货币发力有无必要？

央行对2023年国内经济的恢复持乐观态度。报告认为“2023年经济运行有望总体回升”，其中的支撑因素在于疫情防控的优化，居民消费的改善，市场预期和信心的平稳，以及政策支持效果的显现。报告专栏四“我国居民消费有望稳步恢复”中，详尽论述了过去三年消费增长的制约因素、2023年消费恢复的基础，并指出中长期提高我国居民消费率仍有空间。

尽管经济已进入恢复通道，但其基础并不牢固，2023年的货币政策的发力仍有其必要性。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”。国际地缘冲突持续，且发达经济体加息、经济增长动能减弱；国内消费内生恢复高度存在不确定性，地产恢复仍需时日，地方政府的财政压力也值得关注。

展望2023年，货币政策更注重“精准”、“可持续”地支持扩大内需。报告延续了中央经济工作会议对货币政策“精准有力”的定调。在2022年三季度“三个兼顾”（短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡）的基础上，新增“着力支持扩大内需”、“稳固对实体经济的可持续支持力度”的表述。从宽信用的视角看：

- 一方面，央行重视信贷总量增长“有效性”和“稳定性”，蕴含着对去年信贷投放波动较大的反思。报告也提及，央行在2022年“进一步优化MPA考核框架，引导金融机构增强信贷总量增长的稳定性”，具体的方案虽未明示，但今年以来市场多次流传“央行对信贷投放过快有所指导”，这与MPA内嵌的对总量稳定考核的机制应当有所关联。
- 另一方面，央行考虑发挥“促消费、扩投资、带就业的综合效应”。以经济增长的索洛模型“黄金法则”衡量，我国存在储蓄率过高、内需消费不足的问题。我们认为，货币政策可以通过进一步降低存款利率、加强存贷款利率的联动入手，增强利率信号的有效性，提升资源的配置效率，激发经济增长的长期动能。
- 此外，构建金融有效支持实体经济的体制机制，也有助于“稳固对实体经济的可持续支持力度”。报告中，央行对于做好支持小微企业、乡村振兴、政策行基建和房地产领域的融资做进一步的优化部署，出现“种业振兴”、“农业强国”、“促投资稳大盘”、“做好新市民、青年人等住房金融服务”等新提法。

图表1 2022年四季度货币政策执行报告：“精准有力”

2022年第三季度		2022年第四季度
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的支持。		稳健的货币政策要精准有力。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。
保持流动性合理充裕，指导政策性、开发性银行用好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。		保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长，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，助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应。
构建金融有效支持实体经济的体制机制：		
	2022年第三季度	2022年第四季度
小微企业	继续支持金融机构对符合条件的贷款实施延期还本付息，持续开展小微企业信贷政策导向效果评估。督促指导金融机构加快建立金融服务小微企业敢贷愿贷长效机制，提高小微企业融资可得性和便利性。	持续推进中小微企业金融服务能力提升工程，指导金融机构加快建立金融服务小微企业敢贷愿贷长效机制，优化小微企业信贷政策导向效果评估，不断提升小微企业金融服务的质量和效率。

乡村振兴	接续全面推进乡村振兴，指导金融机构优化资源配置，推进金融产品和服务创新，切实加大对“三农”领域金融支持力度。	聚焦乡村振兴重点领域， 抓紧抓好 粮食和重要农产品生产 金融服务 ，加大对 种业振兴 的金融支持力度，持续助力全面推进乡村振兴， 加快建设农业强国 。
基建领域	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。	推动政策性开发性金融工具加快支付使用， 及时跟进 配套贷款， 强化存续期管理 ，发挥资金支持项目 促投资稳大盘 功能。
地产领域	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 。	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。

资料来源：Wind,平安证券研究所

二、“精准”发力之下，货币工具如何使用？

展望 2023 年，货币政策“精准”发力将从三方面入手：

从“量”看，货币政策将保持必要的流动性支持力度。报告强调，“保持流动性合理充裕……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”。

- 回顾 2022 年，央行上缴利润 1.13 万亿、更多投放结构性再贷款，基础货币投放在补充流动性缺口方面发挥了更大的作用。2022 年末基础货币同比 9.6%，而 2021 年末为-0.3%，这对降准形成了一定的替代。2022 年全年的全面降准幅度仅 50bp，是 2018 年以来幅度最低的一年。
- 我们认为，要保持大致平稳的 M2 增长，2023 年存款准备金率有 0.5-1 个百分点的下调空间。一则，在本次报告专栏 1 “央行上缴结存利润支持稳增长”中，央行强调 2022 年已经“依法上缴了所有的历史结存利润”，意味着短期内央行通过大规模上缴利润投放基础货币的空间有限。二则，预计 2023 年海外经济体需求走弱、疫情防控优化后的国际交流增多，货物和服务贸易的顺差均面临收窄，意味着作为基础货币派生渠道之一的外汇占款有回落压力。三则，银行发放贷款的同时派生存款，需缴纳更多法定存款准备金，流动性缺口会随信贷和经济的运行而自然产生。2023 年年初以来信贷投放较快，银行大量发行同业存单，货币市场流动性已然趋紧，降准的必要性正在增强。从弥补中长期流动性缺口、降低银行成本的角度出发，降准在年中流动性紧张节点、四季度 MLF 到期高峰期出现的可能性更大。
- 2018 年以来，我国存款准备金率的绝对水平明显下行，正逼近于“5%”的隐形下限。截至 2022 年年末，我国金融机构加权平均存款准备金率为 7.8%，正逼近 5%的“隐形下限”（主要考虑我国的经济发展阶段、最优资源配置和金融机构自身稳健经营问题）。但我们认为，存款准备金率的下限并非“紧约束”，无需过度担忧空间收窄对货币政策操作的限制力度。当前发达经济体大多实行较低且稳定的法定准备金要求，大力改进准备金管理模式，甚至很多国家实行零准备金制度；降低法定准备金要求（甚至实行零准备金制度）也已成为当前新兴市场国家的共同趋势。往后看，随着宏观审慎政策的覆盖面进一步扩大，并且在防范化解金融风险方面将发挥更加重要的作用，我国存款准备金率“下限”也将逐步下行。

从“价”看，2023 年“降成本”的边际力度趋缓。报告中对“降成本”的表述，由 2023 年第三季度的“推动降低成本”改为四季度的“推动成本稳中有降”。

- 回顾 2022 年，我国货币政策总量操作较为积极，“降成本”的力度强于 2020 年。从贷款利率看，2022 年 12 月，金融机构一般贷款加权平均利率同比下行 62bp，高于 2020 年年内 48bp 的最大降幅；企业贷款加权平均利率为 3.97%，同比下降 60bp，高于 2020 年 51bp 的降幅；个人住房贷款利率降至 4.26%，较上年末下降 137 bp，达 2008 年统计

以来最低水平。从付息成本看，2022 年全年，规模以上工业企业财务费用同比收缩 13.8%，有效减轻了实体经济的债务和利息负担。

- 2023 年“降成本”的必要性减弱，预计其力度将小于 2022 年。中国经济的逐步恢复将带动企业融资需求渐进回暖，在当前历史低位的贷款利率水平下，进一步大力度降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本的必要性在减弱。
- 我们认为，2023 年降息（调降 MLF 利率）并非政策的“必选项”。一方面，利率市场化改革红利的释放仍有空间，以此“降成本”的优先级更高。预计存款利率市场化改革红利，有助于推动贷款利率较 MLF 政策利率更大幅度下行。另一方面，降息“牵一发而动全身”，需考虑内外约束，且扣除通货膨胀率后，中长期实际利率的下调空间已然缩窄。报告指出，“2022 年……在降息空间有限的情况下，仍适度引导政策利率下行”已有对降息长期空间的考量。不过，在中国经济回归常态化的过程中，还可能遭遇新冠疫情形势恶化、房地产政策效果不及预期、局部金融风险暴露、国际地缘局势突变等超预期事件冲击，届时在兼顾内外平衡的基础上，央行或“相机抉择”适度调降 MLF 政策利率。

最后是，结构性政策工具的地位提升。报告指出，发挥结构性货币政策工具的“激励引导作用”，而 2022 年二季度、三季度的定调为“聚焦重点、合理适度、有进有退”，可见其态度有所转向，重要性明显提升。

- 2022 年四季度，结构性再贷款工具加力提速，8 项阶段性再贷款工具的单季度投放金额达 3012 亿元，环比 2022 年三季度增长约七成；直接撬动的人民币贷款规模达 4231 亿元，环比 2022 年三季度增长约 55%。同时，央行推出与财政贴息配合的 2000 亿元设备更新改造专项再贷款、500 亿元民企债券融资支持工具（第二期）、2000 亿元保交楼贷款支持计划，并调增投放进展较快的科技创新再贷款额度 2000 亿元。
- 当前看，结构性再贷款工具是货币政策“精准”支持实体经济的主要手段，也成为央行流动性投放的重要渠道。一方面，报告的专栏 2“坚持实施稳健货币政策稳住宏观经济大盘”中，央行认为结构性货币政策工具能够“发挥总量、结构、价格三重优势，统筹扩大内需和优化供给”，可以为高质量发展增强“进”的动力。另一方面，从流动性投放的角度出发，截至 2022 年末，结构性货币政策工具余额约 6.4 万亿元，约占基础货币余额的 17.7%。
- 展望 2023 年，央行还将继续以结构性货币政策工具定向灌溉，进一步发挥其推动“宽信用”的重要功能。近期看，央行于 2023 年 1 月宣布碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、交通物流专项再贷款三项货币政策工具延续实施。我们认为，后续央行还有必要优化对结构性工具的配套支持、加强财政货币政策的配合（比如推出“货币政策再贷款+财政贴息”组合工具、疏通基建配套融资的市场化渠道）。

图表2 结构性货币政策工具的投放使用情况（亿元）

工具名称	额度	余额	使用进度	单季变化： 21年 Q4	单季变化： 22年 Q1	单季变化： 22年 Q2	单季变化： 22年 Q3	单季变化： 22年 Q4
结构性 支农再贷款	7600	6004	79.0%	220	194	243	183	417
支小再贷款	16400	14171	86.4%	2414	964	682	-134	308

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_52587

