



温彬：当前货币政策有哪些新的关注点？



意见领袖 | 温彬、张丽云

2月24日，央行发布《2022年第四季度中国货币政策执行报告》，报告整体是对中央经济工作会议精神的落地，同时结合年初以来国内外经济金融形势的最新变化，对2023年货币政策的总基调和着力点做出阐述，成为下一阶段引导金融支持实体和影响市场走势的重要风向标。

总体来看，央行对全球经济的研判仍不乐观，对于国内经济则更有信心，但储蓄向消费转化、房地产、地方财政等领域的不确定性仍强，货币政策还未到调整阶段，助力提振信心、扩内需仍是当前主线，促消费、扩投资、稳地产为政策主要发力点。但随着疫情冲击边际消退、经济恢复向好、融资环境改变，后续货币政策进一步宽松的空间也在逐步收窄。



具体来看，央行四季度货币政策执行报告主要有以下关注点：

一、形势：对全球经济研判仍不乐观，国内经济总体回升但有隐忧

对于全球经济，央行继续强调“全球经济下行压力加大”，认为“除了地缘政治冲突、能源短缺、通胀高企外，货币政策收紧对经济下行也有影响”，并强调“主要发达经济体快速加息的紧缩效应具有滞后性和累积效应，对全球经济增长的拖累可能超出预期”，一些领域金融风险恐加快暴露，并指出新的“气候保护主义”值得警惕。

自 2022 年 3 月以来，美联储已经加息 8 次，累计加息 450bp，节奏为近 40 年来最快。近期在通胀有所缓和的情况下，美联储在 2022 年 12 月加息 50bp，随后在 2023 年 1 月加息 25bp，步伐逐渐放缓，市场也曾一度乐观地预测美联储将在今年下半年开始降息。但由于通胀回落的速度较慢，美联储本轮加息的终点利率可能会比此前的预期更高，并在高点持续较长时间，年内降息的概率也大幅降低。

近日，随着加息预期再起，美元再次走强，非美货币承压，汇率波动和外债负担成为新兴市场遭受外部冲击的关键和薄弱环节。且通过对美联储过往加息周期可以发现，由于加息后利率持续处于高点，市场流动性长时间偏紧，最终会导致泡沫破灭，出现较大的金融风险暴露。

世界经济增长动能减弱，发达经济体加息进程尚未见顶，地缘冲突还在持续，也使得我国经济面临的外部环境依然严峻复杂。

对于国内经济，央行表述较上季度更为积极，明确指出“我国经济运行有望总体回升，经济循环将更为顺畅”。随着疫情防控进入新阶段，节后复工成色不断提升，居民生活半径快速恢复，消费环境、消费秩序逐步改善，市场预期和信心平稳，加之政策支持效果持续显现，2023 年经济运行将延续回稳向上态势。年初 PMI、消费和服务业数据高开，也为实现这一目标创造了有利条件。

但同时，央行也提出“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”。从国内看，“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”，并继续担心“人口增长红利消退、绿色转型推进”等中长期挑战。

近三年来受疫情影响，我国消费动能进一步放缓，导致“不便消费”、“不愿消费”、“不敢消费”，居民预防性储蓄需求上升，叠加资本市场波动加大、房地产市场持续低迷，居民存款高增，消费、地产等对经济增长的拉动作用明显减弱。数据显示，2022 年居民存款增加 26.26 万亿元，同比多增 6.59 万亿元；2023 年 1 月，人民币存款增加 6.87 万亿元，同比多增 3.05 万亿元，其中住户存款增加 6.2 万亿元，仍处于高位。

为此，如何促进高额储蓄最大化向消费转化，并保持房地产、地方财政等关键领域的平稳运行，仍是当前经济修复的重中之重。此次，央行也设立专栏分析消费，指出 2023 年制约消费回暖的因素有望缓解，居民消

费有望稳步恢复，但消费复苏的不确定性仍然存在，需要短长结合，综合施策，进一步改善社会心理预期、提振发展信心，推动一系列促消费政策出台，并加快完善新市民和农民工的社保覆盖、失业和社会保险的全国调剂统筹等影响居民消费的中长期因素。

当前还处于经济回暖初期，不确定性犹存，央行大概率不会主动收紧，货币政策还未到调整阶段，助力提信心、扩内需仍是主线。

二、物价：对通胀的担忧有所降温，货币政策的锚仍为实体经济

相比三季度，央行对通胀的担忧有所降温，整体表述更为温和，其对货币政策的约束也进一步减弱，货币政策的锚仍然是实体经济。

对于全球通胀，央行表述由“高通胀挑战依然严峻，通胀粘性依然较强”转为“高通胀回落的幅度和速度存在不确定性”。当前，伴随美联储等持续大幅加息，全球通胀已从高位有所回落。但从上世纪 70 年代两次石油危机导致的高通胀经验来看，“通胀自高位回落是一个缓慢过程，时间均在 1 年以上，且很可能出现波折和反复”，尤其是“国际能源等大宗商品价格仍受地缘冲突扰动”，海外通胀可能继续通过生产、流通等环节向国内传导。

对于国内通胀，央行删去了“高度重视未来通胀升温的潜在可能性”，认为“通胀水平总体保持温和”。短期看，通胀压力总体可控，主因“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。

但也提出“警惕未来通胀反弹压力”，主要源于“疫情防控优化后消费动能可能逐步升温，劳动力市场加速回暖可能对未来工资变化产生影响，海外高通胀的传导效应”等，需加强监测研判，持续关注通胀反弹压力。

总体来看，2023 年国内 CPI、核心 CPI 回升趋势确定，但全年实质性通胀压力预计可控；国外通胀黏性虽强，但力度减弱。在“以内为主、内外均衡”的基调下，国内外通胀形势均难以对货币政策形成明显制约。货币政策的锚仍为实体经济，在国内经济修复的可持续性未确认之前，货币宽松空间犹存；但若不出现明显的经济回落压力，总量政策的宽松空间也在收窄。

三、货币政策：精准有力扩内需，促消费、扩投资为主要发力方向

货币政策基调没有变化，仍延续了中央经济工作会议“稳健的货币政策要精准有力”的要求，但突出“着力支持扩大内需，为实体经济提供更有有力支持”，成为精准有力的施策方向。

在扩内需方向下，促消费、扩投资成为货币政策主要发力点。在全球经济下行压力加大背景下，近期各方围绕恢复和扩大消费、扩大有效投资推出多项务实举措，释放推动内需加快恢复的强烈信号。为此，报告新增

“推动消费有力复苏，增强经济增长潜能”，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”，促消费、扩投资为今年稳经济的重要引擎。

一方面，为在开年经济回暖的基础上，乘势推动消费加快恢复，各地政府相继推出促进消费持续恢复升级的若干措施，金融机构也加大资源投入，在消费贷、信用卡等领域让利竞争。国家发改委日前撰文表示，综合施策释放消费潜力，把恢复和扩大消费摆在优先位置，多渠道增加城乡居民收入，特别是提高中低收入居民的消费能力，改善消费环境和条件，全面促进消费提质升级，支持住房改善、新能源汽车、养老服务、教育医疗文化体育服务等消费，培育线上线下融合等新型消费。

下一阶段，为消除消费复苏的不确定性，激发消费活力，货币政策或进一步聚焦重点领域，出台结构性支持举措，引导金融机构围绕居民衣食住行，聚焦住房改善、新能源汽车等大宗消费和购物、美食、休闲、旅游、养老医疗、教育文体等消费场景，丰富金融产品，助力促消费政策产生放大、叠加效应。

另一方面，开局即决战，起步即冲刺，近期各地投资加码发力，加快推进重大项目建设。预计一季度基建将保持 10%-15% 的增长，部分前期受疫情影响的建设项目，也有望在上半年加快形成实物工作量。在重大项目加速推进的同时，各省也积极支持企业进行技术改造，技改投资有望持续高增，全年制造业投资增速或达 10% 左右。

而为保障投资维持高景气度，在大行“头雁”作用和专项债持续拉动之外，政策性开发性金融工具的支持作用将继续得到发挥。前期政策性开发性金融工具已落地 7400 亿元，商业银行同步跟进重大项目配套融资，进而对去年及今年 1 月的企业中长期贷款形成有效支撑。

四、信贷政策：结构性工具加力引导，注重信贷增长的稳定性和持续性

结构性货币政策工具位置明显前置，“聚焦重点、合理适度、有进有退”。相比于三季度，结构性货币政策工具在报告中的位置明显前置，2023 年结构性货币政策工具将继续配合财政、产业政策稳增长，并扩大精准滴灌范围，呈现“增量、扩面、降价”等特征，在促进宽信用的同时着力调结构、降成本。结构性货币政策工具将成为后续推进宽信用的重要力量，在政策性开发性金融工具、碳减排支持工具、科技创新、普惠小微等领域继续扩容，在消费、新市民、能源安全、信息科研等领域预计加码。

同时，正如刘国强副行长表示，“投向要准，就是要持续加大对普惠小微、科技创新、绿色发展、基础设施等重点领域和薄弱环节的支持力度。

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_52646

