

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理  
联系电话: +86 13682411569  
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 年内依然是流动性的友好窗口

2022年11月19日

11月16日, 中国人民银行发布2022年第三季度中国货币政策执行报告。

- **央行对全球经济下行的担忧加大, 对国内经济形势的判断更加积极。**Q2报告中, 央行认为高通胀是全球经济发展的最大挑战。本次报告不再提, 并进一步指出世界经济活动普遍放缓, 要高度警惕经济下行压力在全球更广范围蔓延的风险。国内经济形势方面, 央行肯定了今年前三季度所取得的成就, 指出有效需求的恢复势头日益明显。基础不牢固的方面主要有全球经济趋缓下的外需回落、居民预防性储蓄意愿上升制约消费复苏、积极扩大有效投资面临收益不足等。
- **央行依然把稳增长放在更加突出的位置, 货币政策基调尚未转向。**未来政策基调上, 央行支持经济增长的态度更加明确。一是新提“推动经济实现量的合理增长”; 二是“保持经济运行在合理区间”升级为“巩固和拓展经济回稳向上趋势”, 并且会为之“提供适宜的流动性环境”; 三是仍旧未提“管好货币总闸门”、“保持宏观杠杆率基本稳定”等限制性表述。
- **当前物价涨幅总体温, 央行强调警惕通胀反弹的原因何在?**央行的担忧有三个方面, 一是发达经济体高通胀粘性所造成的输入性通胀压力。从目前形势来看, 国际能源价格已有所回落, 粮食价格初步企稳, 考虑到全球经济存在下行风险, 未来输入性通胀压力有望缓解。二是国内总需求进一步复苏升温, 或推动前期PPI上涨向CPI的传导加快。三是猪肉价格上涨可能加大结构性通胀压力。考虑到我国农业生产形势稳定、供应链运转较为通畅、保供稳价机制健全等, 保持物价稳定的有利因素更多。
- **央行加码结构性货币政策, 年内依然是流动性的友好窗口。**央行在10月增加科技创新再贷款额度2000亿元, 下一步将加快各项再贷款工具落地生效。此外, 年内的流动性还包括PSL、财政支出等补充渠道。宽信用预期下, 市场对于流动性收紧的担忧加剧。我们研判认为, 短期内房地产融资显著修正的空间有限, 资金加速进入实体的主要渠道是企业中长贷。但在再贷款工具的支持下, 银行宽信用以满足监管部门要求的同时, 还能获得基础货币的补充。基于此, 我们判断年内依然是流动性的友好窗口。
- **风险因素:**疫情再度恶化, 国内政策不及预期等。



## 目 录

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 一、Q3 货币政策执行报告释放了哪些信号？ ..... | 3 |
| 二、Q3 货币政策执行报告表述变化一览 .....   | 8 |
| 风险因素 .....                  | 9 |

## 图 目 录

|                                            |   |
|--------------------------------------------|---|
| 图 1: 2022Q3 居民储蓄意愿依然处于历史高位 .....           | 3 |
| 图 2: 国际能源和粮食价格初步企稳，原油价格已率先回落 .....         | 4 |
| 图 3: 前期生产资料价格上涨向生活资料的传导加快 .....            | 5 |
| 图 4: 猪肉价格上涨可能加大结构性通胀压力 .....               | 5 |
| 图 5: 企业中长贷已进入回升期 .....                     | 6 |
| 图 6: 各项结构性货币政策工具及实施细则 .....                | 6 |
| 图 7: 9 月一般贷款中利率低于 LPR 的贷款占比进一步提升 .....     | 7 |
| 图 8: 2022Q3 货币政策执行报告较 2022Q2 的重要表述对比 ..... | 8 |

## 事件：

北京时间 11 月 16 日晚，中国人民银行发布 2022 年第三季度中国货币政策执行报告。

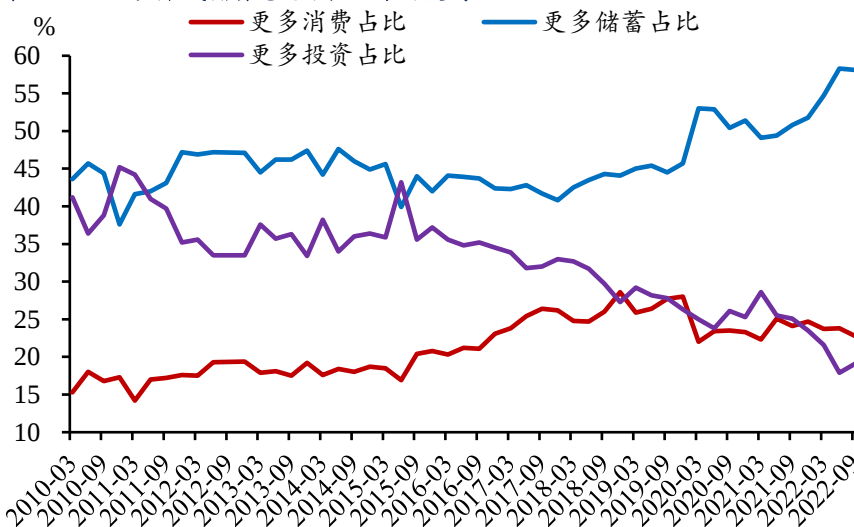
## 一、Q3 货币政策执行报告释放了哪些信号？

**第一，央行对于外部环境的担忧，由高通胀转向全球经济下行风险加大。**Q2 报告中，央行认为高通胀是全球经济发展的最大挑战（Q3 报告不再提），对于世界经济增长形势的判断是动能转弱、部分经济体硬着陆风险值得关注。Q3 报告中通胀相关措辞有所弱化，保留全球通胀仍维持高位表述。全球经济形势相关措辞明显强化，指出世界经济活动普遍放缓，强调要高度警惕经济下行压力在全球更广泛范围蔓延的风险。IMF 预计有季度预测的 72 个经济体中有 31 个（占 43%）将在 2022-2023 年间经历技术性衰退，占全球 GDP 份额达三分之一。美国白宫预算管理办公室将今年美国经济增速预测从 3.8% 下调至 1.4%。

海外经济体货币政策方面，主要发达经济体仍延续收紧态势，其中美联储自 6 月份以来的激进加息（连续 4 次加息 75bp），应当是央行所强调的“多重超预期因素”之一。此外央行还指出，主要发达经济体央行货币政策在稳物价和稳增长之间艰难权衡。

**第二，对于国内经济形势的判断更加积极。**央行肯定了 2022 年前三季度经济工作取得的成效，国民经济顶住压力持续恢复向好，我国建新发展格局的要素条件较为充足，有效需求的恢复势头日益明显。但也指出经济恢复的基础还不牢固，一方面是全球经济复苏动能趋弱，外需回落或拖累我国出口增速持续下行。另一方面是国内居民预防性储蓄意愿上升制约消费复苏，积极扩大有效投资面临收益不足等多方约束。中长期来看，还面临人口老龄化、低碳转型等挑战。

图 1：2022Q3 居民储蓄意愿依然处于历史高位



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**第三，未来政策基调也更加积极，新提“推动经济实现量的合理增长”。**稳字当头、稳中求进，加大稳健货币政策实施力度等政策总基调未发生改变。但与 Q2 报告相比，Q3 报告中支持经济增长的态度更加明确。相关表述上，Q2 报告是“保持经济运行在合理区间”，Q3 报告则是“巩固和拓展经济回稳向上趋势”。Q2 报告强调经济结构转型和高质量发展，Q3 报告则在此基础上，进一步提出“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”。此外，“管好货币总闸门”、“保持宏观杠杆率基本稳定”等限制性表述，在 Q3 报告中也未有提及。

其他重要表述上，Q3 报告继续未提逆周期调节，延续了 Q2 报告中“搞好跨周期调节，兼顾三个均衡”表述。我们在 2022Q2 货政报告解读中已有论述，三个均衡中的短期和长期均衡指向确保短期目标实现，已含有“逆周期调节”之意。综合来看，央行依然把稳增长放在更加突出的位置，货币政策基调尚未转向。

第四，央行高度重视未来通胀升温的可能性，但也肯定了我国具备保持物价稳定的有利条件。Q2 报告对国内通胀的表述为“密切关注形势变化”，Q3 则升级为“高度重视未来通胀升温的可能性”、“警惕未来通胀反弹压力”。我们认为这并非意味着通胀将对货币政策形成明显制约，因为央行同时也指出“物价涨幅总体温温和”，也肯定了我国具备保持物价稳定的有利条件，包括国内经济总供求大体平衡、货币政策稳健、产业链、供应链运转较为通畅，居民通胀预期平稳等。

央行对于未来国内通胀的担忧主要有三个方面：

**一是发达经济体高通胀粘性所造成的输入性通胀压力。**输入性通胀压力主要来自能源和粮食商品，我国对原油、部分农产品（如大豆）依然有较高的进口依赖度。从目前形势来看，国际能源价格已有所回落，粮食价格初步企稳。基于全球能源和粮食价格同涨同跌（能源价格更加领先，机制在于化肥联动，以及能源价格是粮食运输成本中的一部分）的历史特征，以及全球经济存在下行风险，未来输入性通胀压力有望缓解。

**二是国内总需求进一步复苏升温。**这与央行“有效需求恢复势头日益明显”的判断是相吻合的，随着疫情防控更加精准后，消费动能可能快速释放，或推动前期 PPI 上涨向 CPI 的传导加快。今年 1-10 月份，我国 PPI 中生产资料涨幅由 11.8% 降至 -2.5%，但生活资料涨幅由 0.8% 逐月上行至 2.2%。

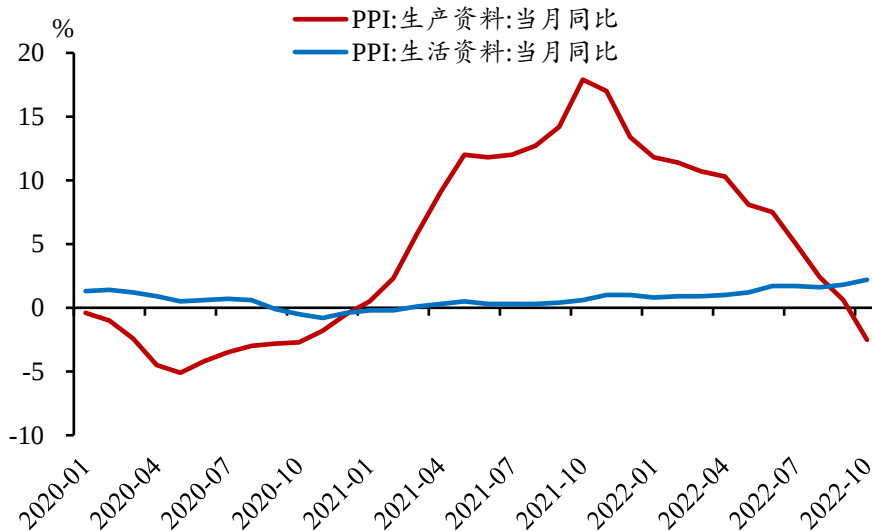
**三是猪肉价格上涨可能加大结构性通胀压力。**冬季猪肉采购需求旺盛，同时还有春节错位等因素。

图 2：原油价格率先回落，国际粮食价格初步企稳



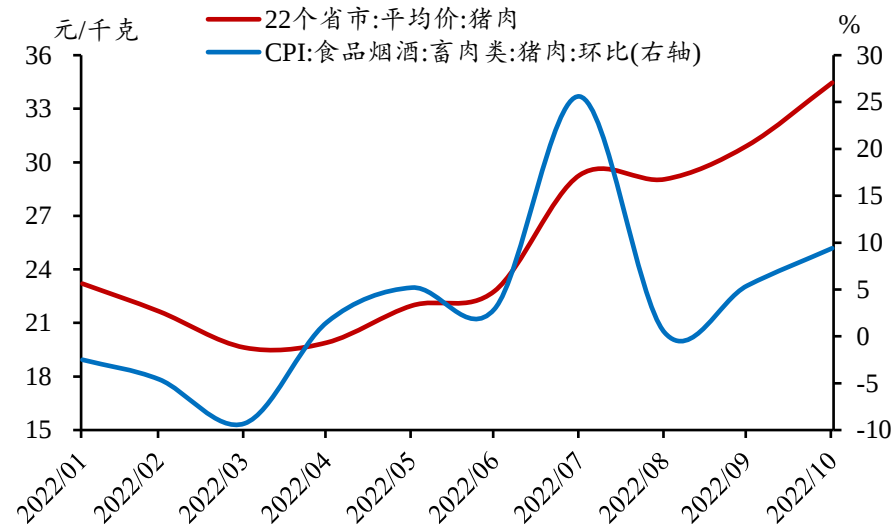
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：前期生产资料价格上涨向生活资料的传导加快



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：猪肉价格上涨可能加大结构性通胀压力

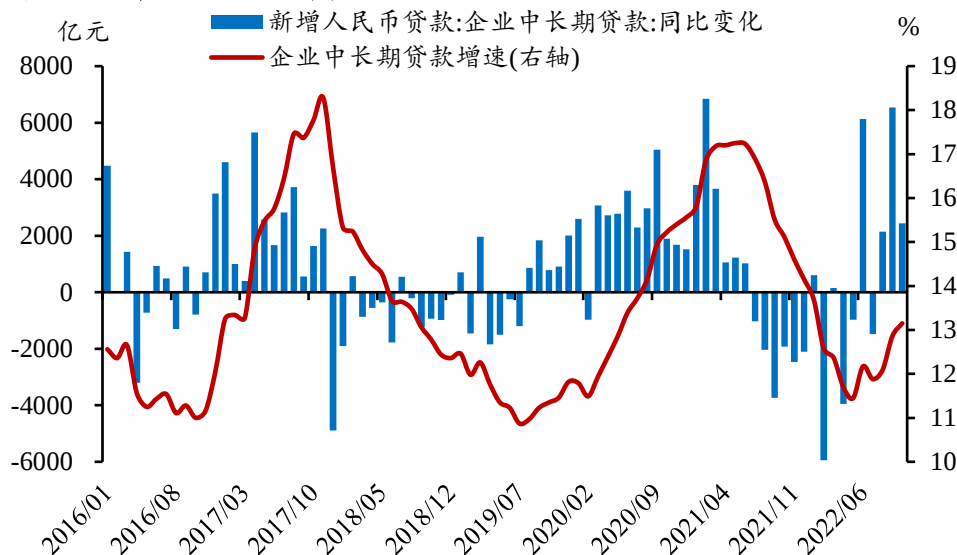


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**第五，未提“引导市场利率围绕央行政策利率平稳运行”，年内依然是流动性的友好窗口。**今年4-10月，DR007较7天逆回购利率、同业存单收益率较MLF利率明显偏离，银行间流动性偏松。在此背景下，Q2报告中删除了“引导市场利率围绕央行政策利率平稳运行”表述，Q3继续未提及。此外央行还强调要“为巩固经济回稳向上态势、做好年末经济工作提供适宜的流动性环境”。

宽信用预期下，近期市场对于流动性收紧的担忧加剧，体现在资金利率快速向政策利率回归、债市大幅调整等。回归基本面逻辑，年内的流动性实际上有多项补充渠道，包括PSL、各项再贷款工具、财政支出等。未来资金或加速进入实体，但渠道主要是企业中长贷，短期内房地产融资显著修正的空间有限。在再贷款工具支持下，银行投放中长期贷款所造成的流动性消耗能够获得回补。结合央行在Q3报告中的表态，我们判断年内依然是流动性的友好窗口。

图 5：企业中长贷已进入回升期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第六，央行加码结构性货币政策，将更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能。Q3 报告中央行披露了很多关于再贷款工具的增量信息，一是 10 月增加科技创新再贷款额度 2000 亿元，进一步加大对科技创新企业的支持力度。二是披露了截至三季度末的各项工具使用情况，其中碳减排支持工具、煤炭清洁专项再贷款已累计投放 2469 亿元、578 亿元。相比之下，7 月份开始投入使用的科创再贷款明显进度更快，已累计投放 800 亿。下一步，央行将继续投放科技创新、普惠养老、交通物流三项专项再贷款，加快推动设备更新改造专项再贷款落地生效。

图 6：各项结构性货币政策工具及实施细则

| 项目             | 碳减排支持工具                                      | 煤炭清洁高效利用专项再贷款          | 科技创新专项再贷款                       | 普惠养老专项再贷款          | 交通物流领域专项再贷款                                        | 设备更新改造专项再贷款                                                                          |
|----------------|----------------------------------------------|------------------------|---------------------------------|--------------------|----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 额度             | 8000亿元                                       | 3000亿元                 | 4000亿元                          | 400亿元              | 1000亿元                                             | 2000亿元以上                                                                             |
| 余额(截至2022年9月末) | 2469亿元                                       | 578亿元                  | 800亿元                           | 4亿元                | 103亿元                                              | 10月开始申请使用                                                                            |
| 适用金融机构         | 21家全国性金融机构                                   | 工农中建交、开发银行、进出口银行       | 21家全国性金融机构                      | 工农中建交、开发银行、进出口银行   | 工农中建交、邮储、农发行                                       | 21家全国性金融机构                                                                           |
| 央行支持比例         | 贷款本金60%                                      | 贷款本金100%               | 贷款本金60%                         | 贷款本金100%           | 贷款本金100%                                           | 贷款本金100%                                                                             |
| 申请机制           | 先贷后借，按季操作                                    | 先贷后借，按月操作              | 先贷后借，按季发放                       |                    |                                                    | 先贷后借，按月发放                                                                            |
| 投向要求           | 碳减排重点领域(清洁能源、节能环保和碳减排技术)内的各类企业               | 煤炭安全生产和储备领域、煤电企业电煤保供领域 | “高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业等 | 普惠养老领域             | “两企+两个”：道路物流运输企业、中小微物流配送和快递企业、道路普通货运运输个体工商户、个体货车司机 | 教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域设备购置与更新改造 |
| 资金利率           | 1.75%                                        |                        |                                 |                    |                                                    |                                                                                      |
| 期限             | 期限1年，可展期2次，每次展期期限1年                          |                        |                                 |                    |                                                    |                                                                                      |
| 实施期            | 目前实施期为2021年到2022年末                           | -                      | 实施期暂定两年                         | 目前实施期为2022年        | 2022年9月1日-12月31日                                   |                                                                                      |
| 市场利率           | 与同期限档次贷款市场报价利率(LPR)大致持平，其中1-5年期贷款利率不高于5年期LPR | 低成本资金支持                | 与同期限档次贷款市场报价利率(LPR)大致持平         | 鼓励银行机构按市场化原则降低贷款利率 | 不高于3.2%，财政贴息2.5%                                   |                                                                                      |

资料来源: 中国人民银行, 信达证券研发中心

第七，9月末利率低于LPR的贷款占比进一步提升，央行强调“降低个人消费信贷成本”。9月一般贷款中利率低于LPR的贷款占比升至34%，为年内新高，利率高于LPR的贷款占比普遍出现下调，共计60.8%，为年内新低。一方面反映了政策引导的效果，包括存款利率改革、结构性工具支持金融机构降低市场投放利率等。另一方面也显示出银行为推动降低贷款利率付出了切实努力，9月中旬，部分全国性银行主动下调存款利率，带动其他银行跟进调整。三季度人民币贷款加权平均利率进一步下行，其中一般贷款降至4.65%，企业贷款降至4.00%，个人



住房贷款降至 4.34%。

图 7：9 月一般贷款中利率低于 LPR 的贷款占比进一步提升

单位：%

| 月份  | 减点    | LPR  | 加 点   |                 |                      |                    |                  |            |
|-----|-------|------|-------|-----------------|----------------------|--------------------|------------------|------------|
|     |       |      | 小计    | (LPR, LPR+0.5%) | [LPR+0.5%, LPR+1.5%) | [LPR+1.5%, LPR+3%) | [LPR+3%, LPR+5%) | LPR+5% 及以上 |
| 1 月 | 24.15 | 6.72 | 69.14 | 18.20           | 23.88                | 12.90              | 7.74             | 6.41       |
| 2 月 | 27.19 | 6.79 | 66.02 | 16.55           | 21.39                | 11.76              | 7.72             | 8.61       |
| 3 月 | 25.42 | 7.63 | 66.95 | 17.18           | 22.95                | 13.24              | 7.40             | 6.18       |
| 4 月 | 24.79 | 6.89 | 68.31 | 15.92           | 22.44                | 13.66              | 8.37             | 7.92       |
| 5 月 | 28.40 | 6.60 | 65.00 | 16.07           | 21.24                | 12.75              | 7.63             | 7.32       |
| 6 月 | 29.80 | 7.82 | 62.39 | 17.15           | 20.98                | 12.10              | 6.64             | 5.52       |
| 7 月 | 30.37 | 6.21 | 63.41 | 15.95           | 19.96                | 12.38              | 7.54             | 7.58       |
| 8 月 | 30.55 | 5.16 | 64.29 | 17.60           | 19.57                | 12.08              | 7.76             | 7.27       |
| 9 月 | 34.03 | 5.22 | 60.75 | 17.85           | 19.32                | 11.21              | 6.76             | 5.60       |

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

第八，央行对待人民币汇率的态度明确，坚持由市场发挥决定性作用，认为人民币汇率保持基本稳定有坚实基础。央行在专栏 4 中详细讨论了汇率相关问题，一是给出了“人民币币值在全球而言仍保持了稳定”的判断，强调“加权平均利率相比双边汇率而言，能够更加全面客观地反映一国货币的价值变化”。这意味着在人民币对一篮子货币保持稳定的情形下，央行能够容忍人民币对美元汇率的弹性加大。二是认为未来人民币汇率保持基本稳定有坚实基础，依据有国内经济基本面稳中向好、国际收支大盘基础坚实、外汇储备居世界首位等。

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\\_48999](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48999)

