

2022 年三季度货币执行报告点评

20221120

核心内容：

- **警惕全球经济下行风险，国内短期面临需求侧问题** 在对国际形势的研判中，央行将二季度的“全球经济增长放缓”、“世界经济增长动能转弱”更改为“全球经济下行风险加大”、“世界经济活动普遍放缓”，并认为潜在风险值得高度警惕。国内方面，央行的判断是“恢复发展的基础还不牢固，但……有效需求回复的势头日益明显……长期向好的基本面没有改变”，整体与二季度差距不大。我国面临的短期问题主要是“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”。
- **未来通胀压力仍在，一定程度上制约总量政策** 央行在三季度报告中删除了“结构性通胀压力可能加大”的表述，认为“物价涨幅总体温和，但需要警惕未来通胀反弹压力”。但四季度和未来的短期通胀压力仍存，主要因为（1）能源供给仍受地缘冲突扰动；（2）近期较高的 M2 增速可能带来滞后的通胀效应；（3）季节性因素；（4）疫情防控更精准后在消费上的释放。同时，疫情对国内服务业供给侧造成的冲击也需要时间修复，如果需求端复苏更快，国内通胀短期也将面临供需不平衡的问题。
- **货币基调变化不大，更关注中长期贷款等需求侧问题** 央行在三季度报告的基调变化不大，继续提及“加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节”、“适宜的流动性环境”和“着力稳就业稳物价，发挥有效投资的关键作用”。大目标表述的主要不同就是没有提及货币政策的“总量和结构双重功能”。从近期央行的操作来看，虽然年内流动性将继续保持合理充裕，但央行的短期思路会更注重结构型工具的使用。不仅要扩大中长期贷款投放，也要降低企业融资与个人消费成本。
- **地产纾困力度加大，汇率单边变动预期形成时仍会干预** 房地产方面，新增了“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”。央行将加大对优质房地产企业的纾困力度，帮助拓宽债券融资等增信手段并合理展期。汇率方面，对市场机制的强调意味着央行在汇率适度变动利于国内经济调节时并不会干预，容忍度提升，但当人民币短期大幅变动形成单边预期时，央行仍会“以我为主”来引导汇率在合理范围内波动。
- **总量型货币政策短期难落地，关注结构型政策表现** 央行在货币政策上的思路没有明显的变化。流动性将继续保持合理充裕，虽然近期央行有引导货币市场利率像政策利率靠拢的态势，但目前无需担忧货币政策的收紧或者边际收紧的长时间持续。央行对未来通胀和汇率的关心可能意味着短期总量政策难以落地，对信贷需求恢复的关注更多以结构型工具和政策以及开发性金融工具为主。等待中央经济工作会议做出更明确的指示。

风险提示：对政策理解不到位，经济环境发生重大变化

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：于金潼

目录

一、对外更加谨慎，对内相对乐观	4
（一）全球经济下行风险加大，需要高度警惕	4
（二）国内经济短期面临需求侧问题，但长期向好	4
二、结构性通胀压力缓解，但警惕明年需求复苏带来的压力	5
三、下一阶段货币政策基调	5
（一） 加大稳健货币政策实施力度，未提及“总量和结构双重功能”	5
（二） 扩大中长期贷款投放，降低企业融资和个人消费成本	6
四、央行对政策性开发性金融工具、房地产和汇率的关注	7
（一） 政策性开发性金融工具助力基建	7
（二） 对房地产纾困的力度加大	7
（三） 汇率：在市场机制下进行预期引导，稳定有基础	7

人民银行发布 2022 年第三季度货币政策执行报告，并在报告中阐述了对全球和中国经济的看法以及未来的货币政策执行方向。总体上，央行认为外部风险进一步加大，值得高度警惕；内部经济恢复发展的基础还不牢固，但有效需求恢复的势头日益明显。货币政策思路，没有强调“总量和结构的双重功能”，并精准关注需求侧：保持流动性合理宽裕的重点从基础设施建设转向商业银行中长期贷款投放；在降低企业融资成本后新增降低个人消费信贷成本。由于我国需求侧处于回升过程中，一段时间的 M2 增速较快，因此央行“高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧变化”，这在短期也可能限制总量型货币政策的空间。从报告专栏的关注点来看，央行认为存贷差的扩大反映贷款以外的货币创造渠道发力，包括财政发债、央行上缴利润和政策性金融工具的影响，和储蓄向投资转化没有直接关联；地产方面，在推进市场化利率改革并支持刚需的基础上，强调了保交楼专项借款并引导银行提供配套融资，可见金融对地产融资支持力度加大；汇率方面，央行依然坚持在市场机制和双向波动下进行合理预期引导，认为人民币在合理均衡水平上的稳定有坚实基础。总体上，我国流动性环境在经济恢复期仍将保持相对充裕，结构型工具在短期可能发挥更大作用，需求侧是关注重点；央行的基调并没有明显变化，等待中央经济工作会议做出更明确的指示。

表 1：货币政策执行报告重点对比

	2022-Q2	2022-Q3
国际形势	当前全球经济增长放缓，通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋严峻复杂。高通胀正在成为全球经济发展的最大挑战，主要发达经济体央行加快加息收紧货币政策，叠加疫情反复、地缘政治冲突、能源粮食危机等影响，世界经济活动普遍放缓，金融市场大幅震荡，潜在风险值得高度警惕。	当前外部环境更趋复杂严峻，海外通胀高位运行，全球经济下行风险加大。全球通胀仍维持高位，主要发达经济体货币政策延续收紧态势，在稳物价和稳增长之间艰难权衡，叠加地缘政治冲突、疫情蔓延和能源粮食危机等诸多因素扰动，世界经济活动普遍放缓，金融市场大幅震荡，潜在风险值得高度警惕。
国内形势	国内经济恢复基础尚需稳固，结构性通胀压力可能加大。国内消费恢复而临居民收入不旺、资产负债受损和消费场景受限等挑战，积极扩大有效投资还存在一些难点堵点，服务业恢复基础尚不牢固，青年人就业压力较大，稳经济还需付出艰苦努力。但总的来看，我国经济长期向好的基本面没有改变，经济保持较强韧性，宏观政策调节工具丰富，推动经济高质量发展具备诸多有利条件，要保持战略定力，做好自己的事。全年物价水平将保持总体稳定，但要警惕结构性通胀压力。	国内经济恢复发展的基础还不牢固。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，人口老龄化、低碳转型等中长期挑战也不容忽视。但看到，我国构建新发展格局的要素条件较为充足，有效需求恢复的势头日益明显，经济韧性强、潜力大、回旋余地广，长期向好的基本面没有改变，要保持战略定力，做好自己的事。物价涨幅总体温和，但要警惕未来通胀反弹压力。
货币政策基调	加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，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、更高质量的支持。保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设，保持货币供应量和社融规模合理增长，力争经济运行实现最好结果。密切关注国内外通胀形势变化，不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。结构性货币政策工具积极做好“加法”，加大普惠小微贷款支持力度，支持中小微企业稳定就业，用好支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款和碳减排支持工具，促进金融资源向重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的行业、市场主体倾斜，培育新的经济增长点。健全市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，加强存款利率监管，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，着力稳定银行负债成本，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业综合融资成本。密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡，坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持底线思维，加强跨境资金流动宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。遵循市场化法治化原则，统筹做好经济发展和风险防范工作，保持金融体系总体稳定，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。	加大稳健货币政策实施力度，（没有“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”）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、更高质量的支持。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融规模合理增长，力争经济运行实现更好结果。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，不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。落实好普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流、设备更新改造专项再贷款，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的行业、市场主体的支持。落实落细金融服务小微企业、民营企业融资信贷政策，增强微观主体活力。继续深化利率市场化改革，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，着力稳定银行负债成本，释放贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业融资和个人消费信贷成本。密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡，坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，坚持底线思维，加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。统筹做好经济发展和风险防范工作，保持金融体系总体稳定，建立健全金融风险预防、预警和处置机制，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。
专栏	1.《金融政策落地生效，助力经济回升向好》 2.《人民币在特别提款权（SDR）货币篮子中的权重上调》 3.《近年来信贷结构的演变和趋势》 4.《全年物价仍可预期实现目标，但应警惕结构性通胀压力》	1.《合理看待存贷差扩大》 2.《发挥政策性开发性金融工具作用 助力基础设施建设稳定宏观经济大盘》 3.《阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限》 4.《人民币汇率保持基本稳定有坚实基础》
贷款利率	贷款加权平均利率处于统计以来低位。2022 年 6 月，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别为 3.70% 和 4.45%，贷款加权平均利率为 4.41%，其中，一般贷款加权平均利率为 4.76%，企业贷款加权平均利率为 4.16%，人民币贷款利率整体较 3 月进一步下降，金融对实体经济的支持力度稳固。	贷款加权平均利率再创统计以来新低。2022 年 9 月，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别为 3.65% 和 4.30%，贷款加权平均利率为 4.34%，其中，一般贷款加权平均利率为 4.65%，企业贷款加权平均利率为 4.00%。人民币贷款利率整体下降，金融对实体经济的支持力度进一步增强。

资料来源：人民银行，中国银河证券研究院整理

一、对外更加谨慎，对内相对乐观

（一）全球经济下行风险加大，需要高度警惕

在对国际形势的研判中，央行将二季度的“全球经济增长放缓”、“世界经济增长动能转弱”更改为“全球经济下行风险加大”、“世界经济活动普遍放缓”，并认为潜在风险值得高度警惕。

在地缘政治冲突、新冠疫情、劳动供给不足等因素的扰动下，通胀的供给侧问题尚在，需求端则要货币政策的持续打击。美国通胀高位回落，但与 2% 的长期目标相差甚远，欧洲通胀再创新高，全球主要央行的紧缩态势将延续至 2023 年。在货币政策收紧、投资者风险偏好下降、市场波动剧烈的情况下，部分资产类别的风险已经显现或爆发。债务压力较大的南欧国家国债收益率跃升，意大利的希腊 10 年国债收益率均处于 4% 的风险线以上；由于英镑和金边债券在特拉斯政府不切实际的财政计划公布后大跌，英国杠杆模式下的养老基金出现流动性危机，这一系统性风险迫使英央行紧急回购国债和政府领导人更迭；美国在迅猛加息下，国债市场流动性较为紧张，房贷利率大幅上行使房地产市场迅速降温并造成房价大跌的风险，以加密货币交易所 FTX 破产也释放出高风险资产危险信号。

需要注意到主要经济体目前尚未陷入衰退，但未来衰退的预期正不断上行，可能通过外需显著弱化和系统性风险爆发后向全球传导等渠道冲击中国经济，因此我国货币政策仍要“以我为主”，以合理充裕的流动性为外部风险的爆发做好准备。

（二）国内经济短期面临需求侧问题，但长期向好

央行对国内经济的判断是“恢复发展的基础还不牢固，但……有效需求回复的势头日益明显……长期向好的基本面没有改变”，整体与二季度差距不大。我国面临的短期问题主要是“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”；在货币供给宽松的情况下，多月份低于预期的社会融资，尤其是居民中长期贷款，反映出需求侧的阶段性疲弱，这也是央行未来货币政策关注的重点。在专栏中，央行表示存贷差的扩大并不直接体现储蓄向投资的转化出现问题，也即需求侧偏弱与“人口老龄化、低碳转型”等中长期问题不同。

在挑明需求侧问题基础上，央行认为需求恢复是大势，对我国经济的长期基本面保持乐观。尽管疫情的反复冲击和外需开始下行在 4、7、10 月份对生产和消费都有较大打击，服务业受压制尤为严重，但是“我国构建新发展格局的要素条件较为充足，有效需求恢复的势头日益明显，经济韧性强、潜力大、回旋余地广，长期向好的基本面没有改变，要保持战略定力，做好自己的事”。这说明国内经济运行偏弱是受阶段性、周期性因素制约，服务业和青年就业压力得到稳定，央行的判断比二季度表述和市场观点都更稍偏乐观。

二、结构性通胀压力缓解，但警惕明年需求复苏带来的压力

央行在三季度报告中删除了“结构性通胀压力可能加大”的表述，认为“物价涨幅总体温和，但需要警惕未来通胀反弹压力”。

三季度虽然以猪肉和蔬菜为主的食物价格上涨较快，但服务价格受疫情影响不及往年水平；PPI 下行并出现负增长，年内预计维持低位运行。尽管结构性通胀压力缓解，但四季度和未来的短期通胀压力仍存，主要因为（1）能源供给仍受地缘冲突扰动；（2）M2 增速已经保持高位一段时间，需求恢复后可能带来滞后的通胀效应；（3）如冬季采暖、猪肉采购、春节错位等季节性因素；（4）疫情防控更精准后在消费上的释放。同时，疫情对国内服务业供给侧造成的冲击也需要时间修复，如果需求端复苏更快，国内通胀短期也将面临供需不平衡的问题。

总体来看，通胀短期不影响货币政策节奏，流动性将继续保持合理充裕，但需要注意到 2023 年通胀有抬头概率，届时可能对总量型货币政策形成压制，但这需要更长时间的观察才能确认。

三、下一阶段货币政策基调

（一）加大稳健货币政策实施力度，未提及“总量和结构双重功能”

央行在三季度报告的基调变化不大，继续提及“加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节”、“适宜的流动性环境”和“着力稳就业稳物价，发挥有效投资的关键作用”。大目标表述的主要不同就是没有提及货币政策的“总量和结构双重功能”。央行在报告分析中也认为货币供给相对宽裕，居民和企业对资金需求的不足才是经济短期面临的主要难题。市场利率与短期和中期政策利率的背离反映出流动性在银行间市场积压，易促进杠杆购债等风险行为；同时，总量型政策在美联储加息缩表的高压之下易通过中美利差加大人民币汇率贬值压力。从近期央行的操作来看，虽然年内流动性将继续保持合理充裕，但央行的短期思路会更注重结构型工具的使用，从而精准滴灌和刺激如设备更新、科技创新、清洁能源、养老和交通物流等重点领域的需求；结合央行对通胀的关注，短期内总量政策出现的可能性降低。

表 2：央行结构型货币政策工具-截至 2022 年 9 月（亿元）

结构性货币工具	支持领域	发放对象	额度（亿元）	余额	利率/激励比例	
长期性工具	支农再贷款	(1) 促进区域协调发展，引导 10 个省份地方法人金融机构运用好再贷款等工具增加对区域内涉农、小微和民营企业等经济发展薄弱环节的信贷投放 (2) 适时增加支农再贷款额度，加大对涉农主体支持力度	农商行、农合行、农信社、村镇银行	7,600	5,587	2%
	支小再贷款	(1) 引导地方法人金融机构运用支小再贷款等工具向受大宗商品涨价、疫情影响较大的小微企业和个体工商户发放贷款，降低融资成本 (2) 适时增加支小再贷款额度，加大对受疫情影响较大的住宿餐饮、批发零售、文化旅游等接触型服务业及其他有前景但受疫情影响暂时困难行业的支持力度	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	16,400	13,863	2%
	再贴现	(1) 重点用于支持扩大涉农、小微和民营企业融资	具有贴现资格的银行业金融机构	7,050	5,449	2%（6个月）
阶段性工具	普惠小微再贷款	(1) 2022年1月1日起，将两项直达实体经济的货币政策工具转换为支持小微企业的市场化工具，其中，“普惠小微企业贷款延期支持工具”转换为“普惠小微企业贷款支持工具”，人民银行对符合条件的地方法人银行发放的普惠小微贷款，按照余额增量的1%提供激励资金 (2) “普惠小微企业信用贷款支持计划”并入“支农支小再贷款”管理，原来用于支持普惠小微信用贷款的4000亿元再贷款额度可以滚动使用	地方法人金融机构	400	127	2%（激励）
	抵押补充贷款	(1) 主要服务于棚户区改造、地下管廊建设、重大水利工程、“走出去”等重点领域	开发银行、农发行、进出口银行	\	26,481	2.80%
	碳减排支持工具	(1) 2021年11月，人民银行推出碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，碳减排支持工具支持清洁能源、节能环保、碳减排技术三个重点领域 (2) 2021年11月设立，总规模2000亿元。支持煤炭清洁高效利用专项再贷款支持煤的大规模清洁生产、清洁燃烧技术运用等七个煤炭清洁高效利用领域	21家全国性金融机构	8,000	2,469	1.75%
	支持煤炭清洁高效利用	(1) 2021年11月设立，总规模2000亿元。支持煤炭清洁高效利用专项再贷款支持煤的大规模清洁生产、清洁燃烧技术运用等七个煤炭清洁高效利用领域 (2) 增加1000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度，专门用于支持煤炭开发利用和增强煤炭储备能力 (3) 金融机构自主决策、自担风险向支持范围内符合标准的项目发放优惠贷款，贷款利率与发放时最近1次公布的同期限档次贷款市场报价利率大致持平，可根据企业信用状况上浮贷款利率	工农中建交、开发银行、进出口银行	3,000	578	1.75%
	科技创新再贷款	(1) 科技创新再贷款支持“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业等科技创新企业 (2) “先贷后借”，科技创新再贷款的支持比例为60%，利率为1.75%	21家全国性金融机构	2,000	800	1.75%
	普惠养老专项再贷款	(1) 普惠养老专项再贷款支持符合条件的普惠养老机构，初期选择浙江、江苏、河南、河北、江西等五个省份开展试点 (2) “先贷后借”，普惠养老专项再贷款的支持比例为100%，利率为1.75% (3) 金融机构按市场化原则向符合条件的普惠养老机构发放优惠利率贷款，贷款利率与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平	工农中建交、开发银行、进出口银行	400	4	1.75%
	交通物流专项再贷款	(1) 汽车央企发放的900亿元货车贷款，要银企联动延期还本付息，对合格银行支持央企货车贷款延期的，我们将纳入1000亿元的交通物流再贷款支持范围	工农中建交、邮储、农发行	1,000	103	1.75%
	设备更新与改造专项再贷款	金融机构以不高于3.2%的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款	21家全国性金融机构	2,000	0	1.75%
合计				55,461		

央行货币政策司

资料来源：中国银河证券研究院整理

（二）扩大中长期贷款投放，降低企业融资和个人消费成本

相比二季度的“用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设”，三季度强调“用好用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”。不难看出此前支撑投资、以工代赈的基建投资已经处于高位，未来内需的恢复还是需要使市场主体恢复信心，加大中长期贷款的需求。

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_49013

