

货币政策与流动性观察

央行四季度货币政策例会解读

核心观点

央行四季度货币政策例会解读

总体而言，本次会议文本中的新提法较为有限，更多整合延续了12月6日政治局会议、中央经济工作会议和三季度《货币政策执行报告》中的表述。

外部环境方面，央行的判断较三季度趋于缓和。央行认为全球经济增长放缓、通胀高位运行和地缘政治冲突的总体格局依然延续，但将外部环境“更趋复杂严峻”的动态表述更换为“动荡不安”的静态表述。

内部环境方面，央行总体延续了“三重压力”的判断，认为国内经济恢复的基础“尚不牢固”。

政策立场方面，央行的工作重心从对冲疫情冲击，转向推动经济运行“整体好转”。具体分为三个方面：

首先，关于总量和结构的关系，我们认为应是“总量不弱，结构更强”。12月6日政治局会议要求货币政策要“精准有力”，指向明年结构性工具将发挥更大的作用。但结构强不代表总量弱。本次例会新增“加大宏观政策调控力度”，保留了“加大稳健货币政策实施力度”，并重提发挥货币政策工具“总量和结构双重功能”。总体而言，今年上半年降准的可行性大于降息：4-5月间可能降准25bp；若“宽信用”仍不及预期，央行可能再度降息。

其次，为应对“三重压力”，央行提出了“三个着力”的工作目标。即着力“稳增长稳就业稳物价”，着力“支持扩大内需”，着力“为实体经济提供更有利支持”。此外，央行延续了三季度例会提出的优化“大宗商品”消费金融服务，指向车和房子这两个国民经济领域最长的产业链条仍会是扩大内需战略的重要抓手。我们认为，在“推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”的要求下，近期5年期及以上LPR利率有望进一步调降。

最后，会议强调进一步加强部门间政策协调，未来财政货币如何联动值得关注。根据政治局会议和中央经济工作会议的部署，明年宏观政策的协调配合将更加积极。本次例会文本中保留了“用好政策性开发性金融工具”的表述，指向2022年已投放两批次超6000亿元的政策性开发性金融工具将在今年继续提额使用。

金融风险方面，央行重点关注房地产和平台企业。

流动性观察

海外方面，日本央行放松国债收益率曲线管理区间。

国内利率方面，上周（12月26-1月1日）短端利率全面上行，1年期存单发行利率分化，其中国有行、股份行、城商行的变化幅度分别为下降7bp、下降14bp和上升12bp。

国内流动性方面，上周央行加量续作，净投放9750亿元。

债券发行方面，上周政府债净融资4406.7亿元；同业存单净融资3409.0亿元；企业债券净融资-2390.2亿元。

风险提示：政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

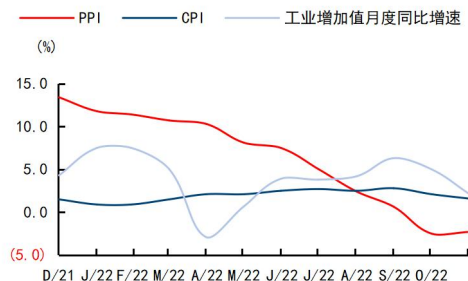
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.30
社零总额当月同比	-5.90
出口当月同比	-8.90
M2	12.40

市场走势



相关研究报告

《宏观经济宏观周报-国内经济景气仍偏弱，消费领域拖累最显著》——2022-12-19

《货币政策与流动性观察-金融数据“拐点”隐现》——2022-12-19

《货币政策与流动性观察-人民币升值空间有多大？》——2022-12-12

《宏观经济宏观周报-国内消费景气持续偏弱，投资景气开始回升》——2022-12-12

《货币政策与流动性观察-PSL会“分流”MLF投放吗？》——2022-12-05

内容目录

周观点：央行四季度货币政策例会解读	4
流动性观察	6
外部环境：日本央行放松收益率曲线管理	6
国内利率：短端利率全面上行	7
国内流动性：央行释放短端流动性	9
债券融资：上周同业存单大幅回升	11
汇率：美元走弱	12

图表目录

图 1: 美欧通胀呈见顶迹象	4
图 2: 美欧央行加息放缓	4
图 3: 居民存贷款增速差迅速扩大	5
图 4: LPR 利率	5
图 5: 美联储关键短端利率	6
图 6: 欧央行关键短端利率	6
图 7: 日央行关键短端利率	6
图 8: 主要央行资产负债表相对变化	6
图 9: 央行关键利率	7
图 10: LPR 利率	7
图 11: 短端市场利率与政策锚	8
图 12: 中期利率与政策锚	8
图 13: 短端流动性分层观察	8
图 14: 中长端流动性分层观察	8
图 15: SHIBOR 报价利率	8
图 16: 中美利差	8
图 17: “三档两优”准备金体系	9
图 18: 央行逆回购规模（本周投放截至周二）	9
图 19: 7 天逆回购到期与投放	9
图 20: 14 天逆回购到期与投放	9
图 21: MLF 投放跟踪	10
图 22: MLF 投放季节性	10
图 23: 银行间回购成交量	10
图 24: 上交所回购成交量	10
图 25: 银行间回购余额	10
图 26: 交易所回购余额	10
图 27: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）	11
图 28: 政府债券与同业存单净融资	11
图 29: 企业债券净融资与结构	11
图 30: 主要货币指数走势	12
图 31: 人民币汇率	12

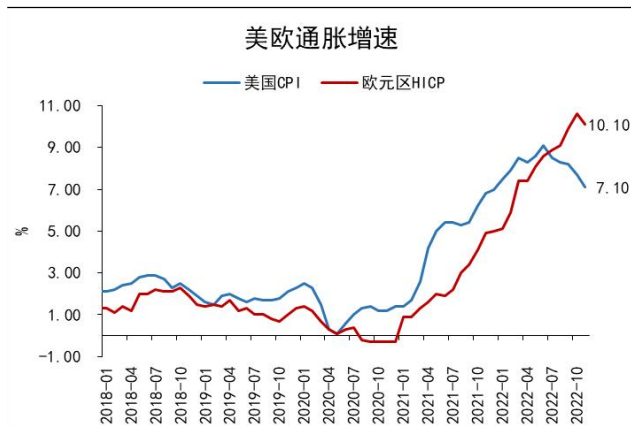
周观点：央行四季度货币政策例会解读

央行于 12 月 28 日召开了货币政策委员会 2022 年第四季度例会。

总体而言，本次会议文本中的新提法较为有限，较三季度例会的调整更多整合延续了 12 月 6 日政治局会议、中央经济工作会议和三季度《货币政策执行报告》中的表述。我们认为有以下几个方面值得关注：

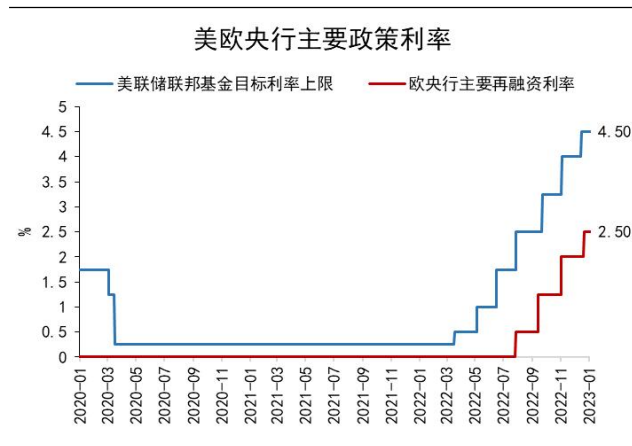
外部环境方面，央行的判断较三季度趋于缓和。央行认为全球经济增长放缓、通胀高位运行和地缘政治冲突的总体格局依然延续，但将外部环境“更趋复杂严峻”的动态表述更换为“动荡不安”的静态表述。近期，海外主要经济体通胀压力出现见顶迹象，美联储和欧央行同时将加息幅度放缓至 50bp，全球经济硬着陆和地缘政治冲突风险边际缓和。

图1：美欧通胀呈见顶迹象



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：美欧央行加息放缓



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

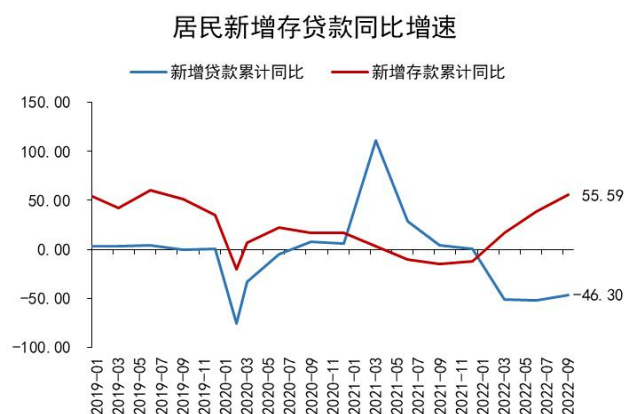
内部环境方面，央行总体延续了“三重压力”的判断，认为国内经济恢复的基础“尚不牢固”。

政策立场方面，随着疫情管控优化，央行的工作重心从对冲疫情冲击，转向推动经济运行“整体好转”。具体分为三个方面：

首先，关于总量和结构的关系，我们认为应是“总量不弱，结构更强”。12月6日政治局会议要求货币政策要“精准有力”，“精准”位于“有力”之前，指向明年结构性工具将发挥更大的作用，在为实体经济提供支持的同时避免大水漫灌。但结构强不代表总量弱。本次例会新增“加大宏观政策调控力度”，保留了“加大稳健货币政策实施力度”，并重提三季度《货币政策执行报告》中删去的发挥货币政策工具“总量和结构双重功能”的表述。总体而言，今年上半年降准的可行性大于降息：4-5月间可能降准25bp；若“宽信用”仍不及预期，央行可能再度降息。

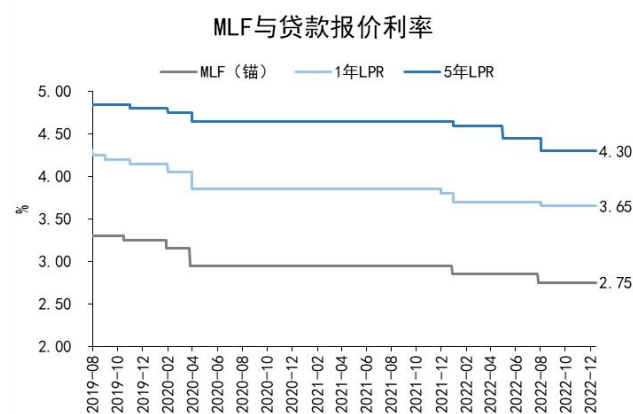
其次，为应对“三重压力”，央行提出了“三个着力”的工作目标。即着力“稳增长稳就业稳物价”，着力“支持扩大内需”，着力“为实体经济提供更有力的支持”。此外，央行延续了三季度例会提出的优化“大宗消费品”消费金融服务，指向车和房子这两个国民经济领域最长的产业链条仍会是扩大内需战略的重要抓手。我们认为，在“推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”的要求下，近期5年期及以上LPR利率有望进一步调降。

图3: 居民存贷款增速差迅速扩大



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: LPR 利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

最后，会议强调进一步加强部门间政策协调，未来财政货币如何联动值得关注。根据政治局会议和中央经济工作会议的部署，明年宏观政策的协调配合将更加积极。本次例会文本中保留了“用好政策性开发性金融工具”的表述，指向2022年已投放两批次超6000亿元的政策性开发性金融工具将在今年继续提额使用。

金融风险方面，央行重点关注房地产和平台企业：

对房地产领域的政策可以分为供给和需求两端。供给端主要是“保交楼、保民生、保稳定”，通过满足合理融资需求、推动行业重组并购和改善优质房企资产负债等手段阻断房企风险外溢、维护购房者合法权益。11月21日央行宣布在之前“保交楼”专项借款的基础上，再推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划，在今年一季度（3月31日前）为商业银行提供零成本的再贷款资金。需求端“支持刚性和改善型住房需求”仍是重中之重，特别是加强对新市民和青年人的住房金融服务。

对平台企业的主要工作目标是“引导”平台企业金融业务规范健康发展，并“提升”对其常态化监督水平。

流动性观察

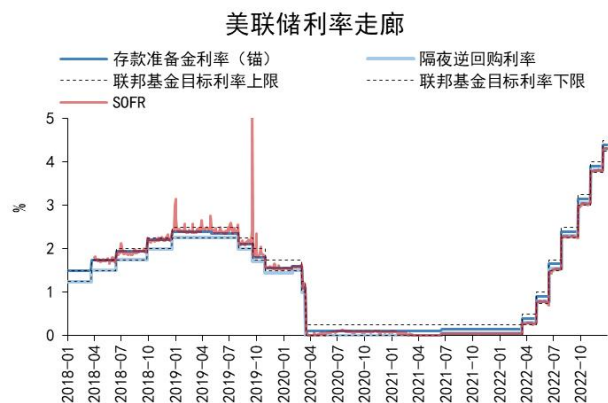
外部环境：日本央行放松收益率曲线管理

美联储

12月FOMC加息50bp后，其两大管理利率——存款准备金利率（IORB）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于4.40%和4.30%。上周四（12月29日）SOFR利率较前一周（12月22日）保持4.30%不变。

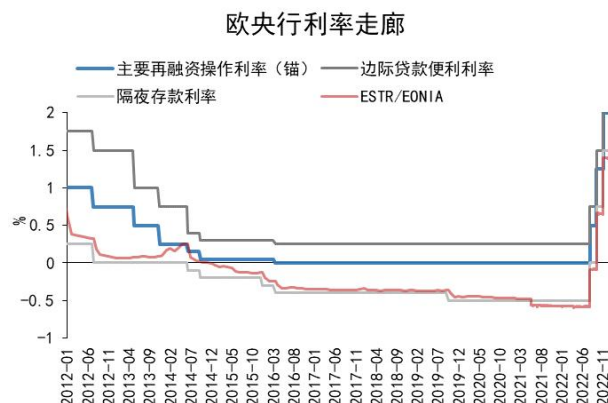
截至12月26日，美联储资产负债表规模为8.55万亿美元，较前一周（12月19日）下降132.4亿美元，约为今年4月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.965万亿）的95.4%。

图5：美联储关键短端利率



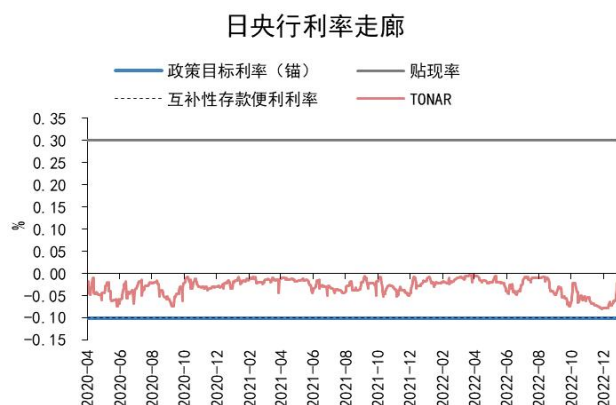
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：欧央行关键短端利率



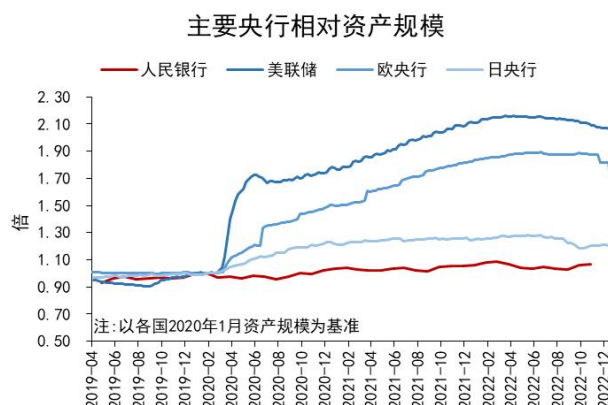
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：日央行关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：主要央行资产负债表相对变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

欧央行

欧央行加息 50bp 在 12 月 21 日生效后，三大关键利率：主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率将分别位于 2.50%、2.75% 和 2.00%。欧元短期利率（ESTR）上周五（12 月 30 日）较前一周（12 月 23 日）下降 2bp，位于 1.89%。

日央行

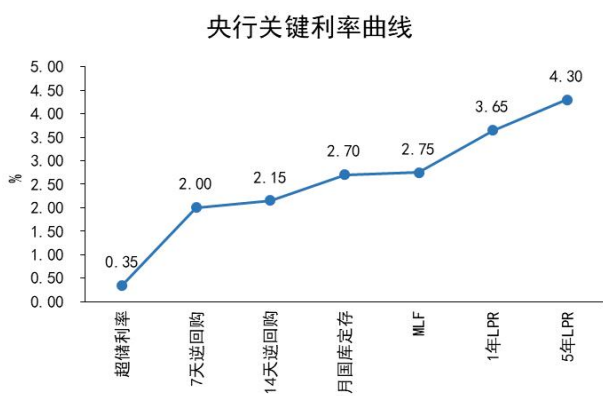
日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持-0.1%、0.3% 和 -0.1% 不变。日本央行仍将继续“不限量”购买国债，将 10 年期日本国债收益率维持在 0% 附近，但波动区间由此前的 $\pm 0.25\%$ 扩大至 $\pm 0.5\%$ 。东京隔夜平均利率（TONAR）上周五（12 月 30 日）较前一周（12 月 23 日）回升 4bp，位于 -0.02%。

国内利率：短端利率全面上行

央行关键利率

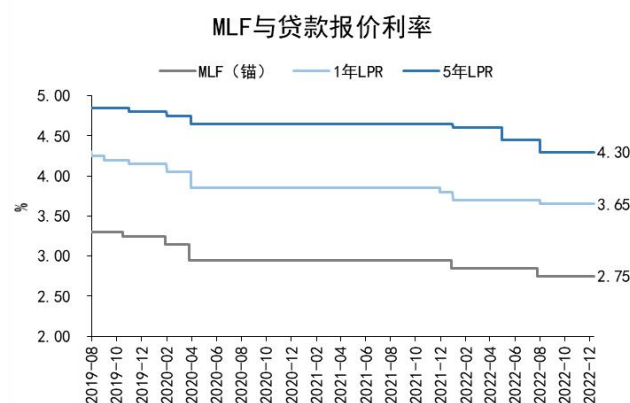
12 月 20 日，贷款市场报价利率（LPR）公布，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%，均与上月持平。央行其它关键利率无变化。

图9：央行关键利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：LPR 利率



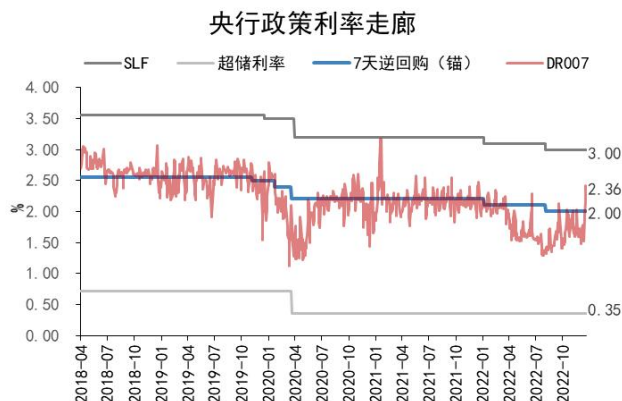
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场利率

短端利率方面，跨年隔夜利率与七天利率大幅上行。上周五（12 月 30 日）R001、DR001 与 GC001 较前一周（12 月 23 日）分别上升 161bp、148bp 和 161bp；而 R007、DR007、GC007 分别上升 84bp、85bp 和 84bp。

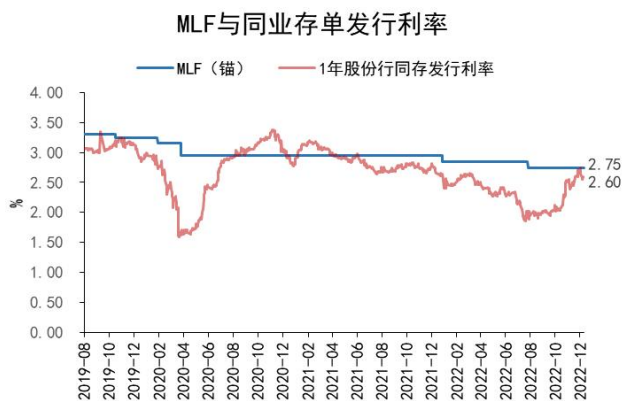
存单利率方面，上周不同发债主体迎来分化。上周一（12 月 26 日）国有行、股份行、城商行 1 年期存单发行利率较前一周（12 月 19 日）分别下降 7bp、下降 14bp 和上升 12bp 至 2.58%、2.58% 和 3.03%。

图11: 短端市场利率与政策锚



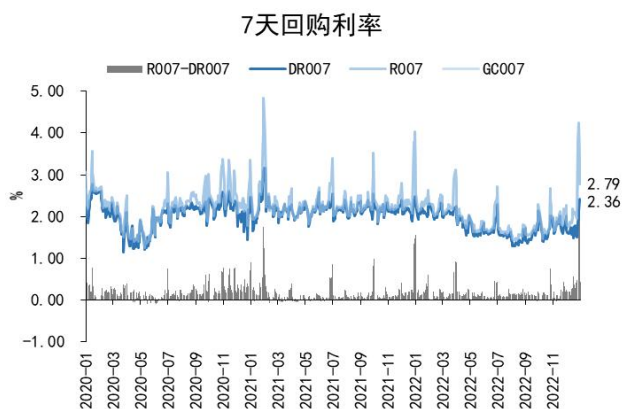
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 中期利率与政策锚



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 短端流动性分层观察



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 中长端流动性分层观察

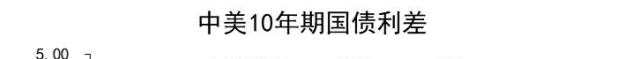


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: SHIBOR 报价利率



图16: 中美利差



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_50762

