

2023年02月25日

货币将发力促消费——Q4 央行货币政策报告点评

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● **事件**：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》（后文简称《报告》）。

● **经济**：国内经济好转但有隐忧；海外紧缩、外需放缓或对我国影响加深

全球经济方面，央行进一步强调全球经济下行压力，警惕海外通胀回落速度、金融风险等。央行担忧海外高通胀回落速度和幅度的不确定性；认为发达经济体加息的紧缩效应或超预期拖累经济；提出警惕新的“气候保护主义”，美国《通胀削减法案》等措施或对全球经济绿色转型产生影响。国内经济方面，央行对经济的担忧相对缓和，挑战在于短期的发达经济体加息对我国的影响、疫情二次扰动、居民储蓄向消费转化、房地产新模式、地方财政压力；长期的人口红利消退、绿色转型等。

● **物价**：央行对通胀担忧降温，通胀预计全年温和

央行对国内通胀的担忧较上季度降温，不确定性可能来自三个因素：（1）疫情优化后消费动能升温；（2）复工复产加速劳动力市场回暖，工资或有上涨空间；（3）海外通胀顽固带来的输入性通胀。我们认为CPI全年平稳，PPI或处于通缩区间但降幅不大。

● **货币&信贷政策**：总量扩大内需；结构政策将在消费领域发力

整体表述与中央经济工作会议一脉相承，边际变化体现在更加重视货币政策支持实体经济、扩大内需。我们认为2023年将是稳货币，总量的宽松空间有限，但仍有降息的可能，1年期、5年期LPR或下调，房贷利率还会下调。结构性政策“激励引导”，指向2023年将强化结构性工具使用、在消费领域发力，并提出两类贷款工具阶段性减息；重提“引导市场利率围绕政策利率波动”，短期内央行会保持流动性合理充裕。

信贷：宽信用发挥扩消费和投资的综合作用；政策性金融工具支持重点投资项目

（1）提高宽信用对消费、投资、就业的综合拉动作用。（2）引导信贷平稳增长，宽信用助力投资端。企业真实融资需求有所好转，宽信用将持续对基建、制造业、地产形成支撑，预计后续信贷增长“持续性”仍存，结构也将随经济修复持续改善。（3）政策性金融工具成为稳投资的重要资金保障。《报告》提出加快政策性金融工具交付使用，“发挥资金支持项目促投资稳大盘功能”。

汇率：优化预期管理，人民币汇率将维持双向波动

将“加强”预期管理改成了“优化”预期管理，体现央行将强化汇率政策工具箱对汇率预期管理的作用。人民币汇率在2023年将以双向波动为主。

● **房地产&金融风险**：供给继续加码，需求有限宽松；推进金融支持住房租赁强调“保交楼、保民生、保稳定”。供给端，将创新工具、继续支持房企拓宽融资渠道，供给端政策加码、房企融资将加快改善。需求端，删去“用足用好政策工具箱”，我们认为2023年需求端的政策放松力度可能维持此前，难超预期。**金融风险**方面变化不大，新增“稳步推动重点企业集团、中小金融机构等风险化解”。

专栏：澄清“财政货币化”、关注金融支持消费修复

本次专栏央行再次重申上缴利润并未财政赤字货币化，以及央行维持资产负债表健康和可持续性的重要性；央行提出消费复苏的拉动因素和可能挑战，相比以往报告更加关注居民消费恢复情况。我们认为，央行后续货币政策将为消费修复和内需回升提供支持。

● **风险提示**：经济超预期下行；政策力度不及预期。

相关研究报告

《外出务工意愿修复——疫后复苏跟踪 2月第2期——宏观经济点评》-2023.2.20

《通胀韧性较足，市场或将承压——美国1月CPI点评——宏观经济点评》-2023.2.15

《俄罗斯称已准备好无条件谈判——宏观经济点评》-2023.2.13

目 录

1、经济：国内经济好转但有隐忧；海外紧缩、外需放缓或对我国影响加深.....	3
2、物价：央行对通胀担忧降温，通胀预计全年温和.....	4
3、货币政策：总量扩大内需、结构政策将在消费领域发力.....	4
4、信贷政策：宽信用发挥扩消费和投资的综合作用；政策性金融工具支持重点投资项目.....	6
5、汇率：优化预期管理，人民币汇率将维持双向波动.....	7
6、房地产：供给继续加码，需求有限宽松；推进金融支持住房租赁.....	8
7、金融风险：推动重点企业集团、中小金融机构风险化解.....	8
8、专栏：澄清“财政货币化”、关注金融支持消费修复.....	9
9、风险提示.....	9

图表目录

图 1：美国 2022 年 4 季度 GDP 同比继续放缓.....	3
图 2：欧洲滞胀可能性高，加息尚未结束.....	3
图 3：预计 2 月 CPI 回落至 2% 以下、PPI 降幅扩大.....	4
图 4：预计 CPI-PPI 剪刀差下行.....	4
图 5：近期 DR007 高于政策利率.....	6
图 6：1 月企业中长贷高增，信贷结构改善.....	7
图 7：人民币汇率近期再次小幅贬值.....	7
图 8：12 月出口回落加快.....	7
图 9：1 月 70 大中城市新房价格指数环比止跌.....	8

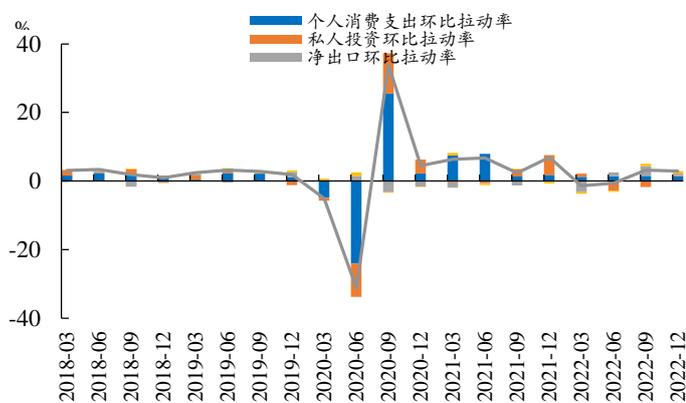
1、经济：国内经济好转但有隐忧；海外紧缩、外需放缓或对我国影响加深

(1) 全球经济方面，央行进一步强调全球经济下行压力，警惕海外通胀回落速度、金融风险等。关于未来的问题和趋势，首先，海外高通胀回落速度和幅度的不确定性，包括能源价格仍受地缘政治扰动、部分国家供应链保护主义措施等因素。其次，央行明确“全球经济下行压力加大”（2022年Q3表述为“高度警惕经济下行压力在全球更广范围蔓延的风险”），认为发达经济体加息的紧缩效应或超预期拖累经济。第三，关注部分金融风险的加快暴露。最后，央行提出警惕新的“气候保护主义”，美国《通胀削减法案》规定新能源汽车部件需在美组装、欧洲提高他国新能源产品出口成本等措施或对全球经济绿色转型产生影响。

(2) 国内经济方面，央行对中国2023年经济的担忧相对缓和，挑战在于发达经济体加息对我国的影响、疫情二次扰动、居民储蓄向消费转化、房地产新模式、地方财政压力等。《报告》提出2023年我国经济运行有望总体回升，经济循环将更为顺畅。但国内外挑战仍存。外部环境：发达经济体加息或对我国货币政策和经济产生更大程度的影响。不同于以往仅阐述其他经济体货币政策，本次央行提出“发达经济体通胀加息进程尚未见顶，对我国经济的影响加深”。内部环境：短期内关注疫情第二次冲击；居民储蓄难转化为消费；央行2022年以来首次提到房地产对经济回升带来挑战，提及房地产新发展模式的探索仍需时日；以及地方财政收支平衡压力等问题。长期来看，我国人口面临负增长，人口增长红利消退、绿色转型推进等也不容忽视。

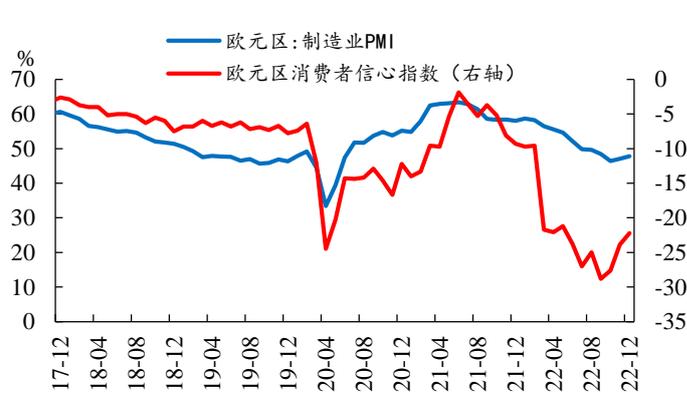
(3) 政策基调方面，央行贯彻“二十大”整体思想，坚持“稳中求进”，扎实推动新时代现代化。未来的政策方向基本延续中央经济工作会议表述，加大力度、改善预期、提振信心：“改善社会心理预期、提振发展信心”，做到“六个更好统筹”，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合，加大宏观政策调控力度。并强调金融支持实体经济的重要性，“充分发挥货币信贷政策效能，推动金融支持实体经济实现质的有效提升和量的合理增长”。

图1：美国2022年4季度GDP同比继续放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：欧洲滞涨可能性高，加息尚未结束



数据来源：Wind、开源证券研究所

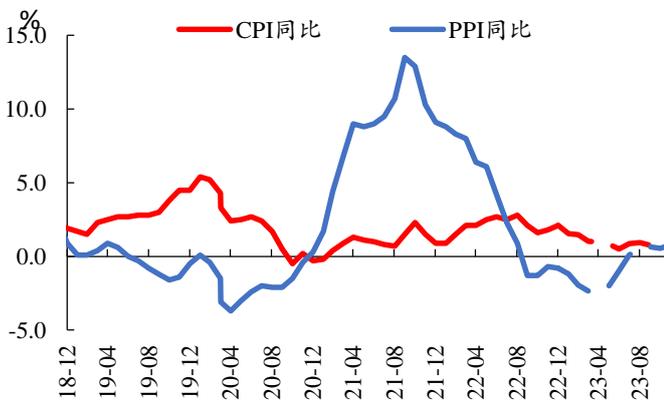
2、物价：央行对通胀担忧降温，通胀预计全年温和

央行对通胀的表述由 2022 年 Q3 的“高度重视未来通胀升温的潜在可能性”转变为“密切关注通胀走势变化”。体现央行对国内物价上涨的担忧有所降温。央行表示短期和中长期我国通胀压力都将平稳可控，“预计通胀水平总体保持温和”、PPI、CPI 预计保持平稳。但仍警惕未来通胀反弹，不确定性主要来自三个可能因素：（1）疫情防控优化后消费动能可能逐步升温，春节期间消费超预期复苏提供了佐证；（2）复工复产加速劳动力市场回暖，工资或有上涨空间；（3）海外通胀顽固，输入性通胀担忧仍存。

对于后续通胀，我们认为 CPI 全年平稳，PPI 或处于通缩区间但降幅不大。

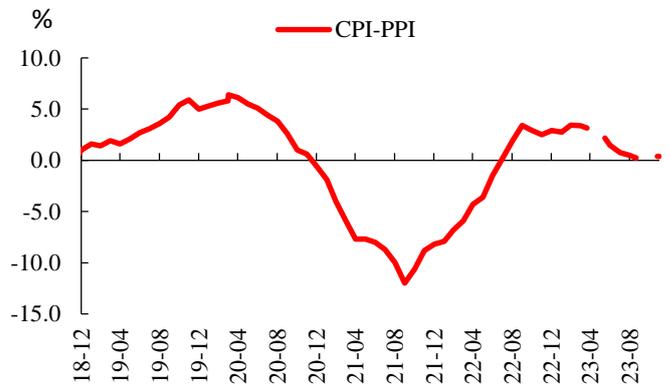
CPI 同比预计先降后升，全年温和通胀。后续蔬菜价格回落正常区间、猪价进入下行长周期，下游接触性需求继续恢复，核心通胀或仍有平缓抬升，非食品消费表现可能与季节性相似。受高基数影响，上半年 PPI 同比可能整体处于通缩区间。不过，国内疫情达峰后经济修复，地产端政策有望继续发力，需求持续回升，因此 PPI 通缩幅度预计不大，全年同比预计在-1%左右。总体来看，国内 PPI 的胜负手或在于国内经济修复弹性与美联储加息节奏、海外衰退的博弈；而 CPI 回升幅度取决于居民信心恢复程度与猪价下行速度。（详情见《服务价格强势反弹——1 月通胀数据点评》）

图3：预计 2 月 CPI 回落至 2% 以下、PPI 降幅扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所 虚线代表预测值

图4：预计 CPI-PPI 剪刀差下行



数据来源：Wind、开源证券研究所 虚线代表预测值

3、货币政策：总量扩大内需、结构政策将在消费领域发力

货币政策方面，整体表述与中央经济工作会议一脉相承，边际变化体现在更加重视货币政策支持实体经济、扩大内需，可能会再降息；结构性政策“激励引导”，指向 2023 年将强化结构性工具使用、在消费领域发力，并提出两类贷款工具阶段性减息；引导市场利率围绕政策利率波动，短期内央行不会收紧流动性。

不同于 2022 年 Q2、Q3 的“加大稳健货币政策实施力度”，本次央行货币政策的总基调延续政治局会议、中央经济工作会议的表述，“稳健的货币政策要精准有力”。央行重视货币政策对扩大内需的支持，体现在新增表述“着力支持扩大内需，为实

体经济提供更有力支持”。对于总量的宽松，央行本次延续“不搞‘大水漫灌’”、延续未提“总闸门”（与2022年一季度以来一致）。我们认为2023年将是稳货币，总量的宽松空间有限，但仍有降息的可能，1年期、5年期LPR或下调，房贷利率还会下调。

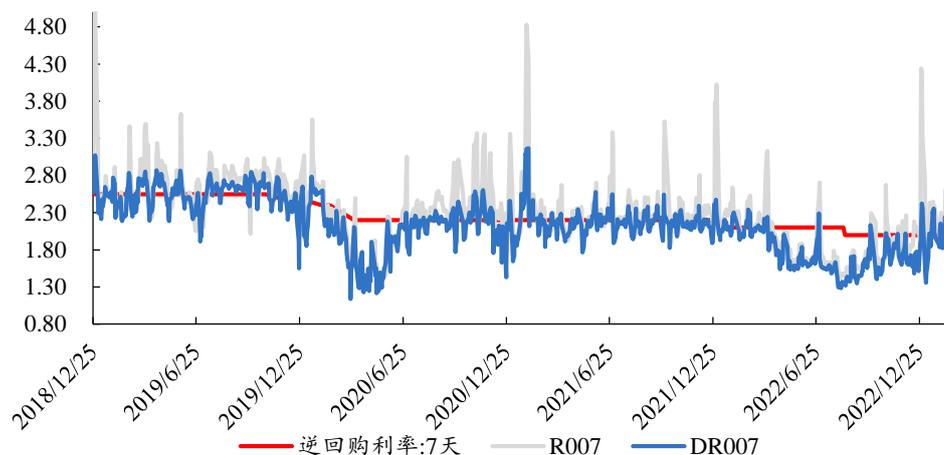
结构性政策的表述新增“发挥激励引导作用”“引导金融机构加强对普惠金融、科技创新、绿色发展等领域的金融服务，推动消费有力复苏”，指向结构性货币政策工具的重要性提升，除了延续普惠、科技、绿色的精准滴灌外，还将在消费信贷领域发力。

有两点值得关注：（1）货币政策对消费的支持。除了上述表述外，央行延续“推动企业融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”，叠加本篇报告整体对居民消费恢复的展望和担忧，我们认为央行货币政策将向促消费有所倾斜。2022年四季度住户消费性贷款余额同比增速为4.1%，环比下降1.3个百分点，而1月份大行消费贷款余额出现较快增长。2月10日福建银保监局出台十条举措为促消费提供金融支持，包括推广促消费金融产品等。表明政策或将加大对消费信贷的支持力度。

（2）首次提出两类贷款支持工具减息。2022年11月、2023年1月推出的普惠小微贷款阶段性减息、收费公路贷款阶段性减息，支持相关金融机构对普惠小微贷款减息1个百分点、对收费公路贷款减息0.5个百分点，由金融机构通过直接扣减、先收后返等方式直接让利给企业。此外，强调推动保交楼贷款支持计划落地生效。

流动性和利率方面，本次报告表述与以往变化不大。与三季度不同在于增加了“引导市场利率围绕政策利率波动”。2021Q4、2022Q1报告中提过，此后的两个季度，央行均删去这一表述。此次重提，我们认为表明央行短期内不会收紧流动性。2023年1月以来，市场资金面有所收敛，DR007、R007等市场利率逐渐逼近并高过7天逆回购利率。一方面，央行近期的货币净投放体现了其呵护流动性，并未转向；另一方面，宏观经济在复苏初期、稳增长仍存压力，需要宽松流动性保障。后续市场利率将在政策利率上下波动，但短期资金面无收紧风险。

贷款利率再降。四季度金融机构贷款加权平均利率为4.14%，较三季度下降0.2个百分点。其中，一般贷款加权平均利率环比下降0.08个百分点；住房贷款利率较9月下降0.08个百分点，票据利率下行明显，环比下降0.32个百分点。

图5：近期 DR007 高于政策利率


数据来源：Wind、开源证券研究所

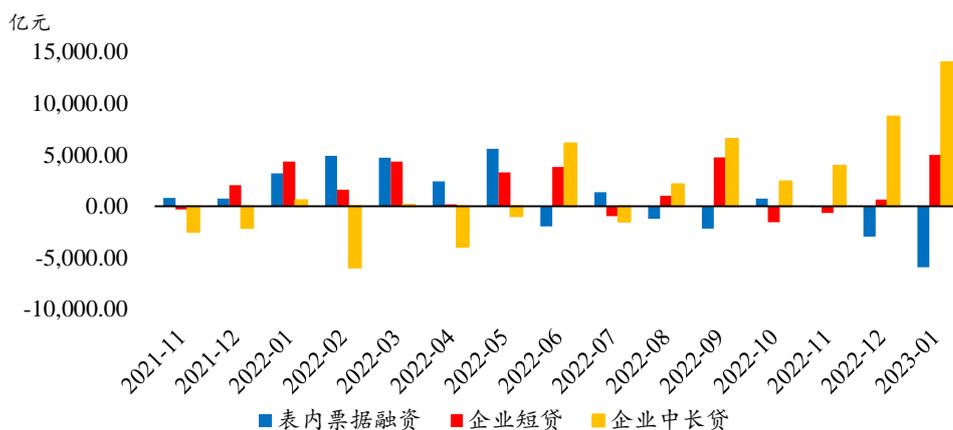
4、信贷政策：宽信用发挥扩消费和投资的综合作用；政策性金融工具支持重点投资项目

信贷政策方面，本次报告有以下几个关注点：

(1) 提高宽信用对消费、投资、就业的综合拉动作用。央行指出要保持信贷总量有效增长，重提“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”（2022年Q3未提、Q1&Q2有提）。2023年信用的整体基调仍维持宽松。并新增“助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应”表述，蕴含要通过信贷增长拉动实体需求的快速回升，宽货币要有效传导至宽信用，且要重视改善居民端的制约因素。

(2) 引导信贷平稳增长，宽信用助力投资端。表述改为“支持金融机构按照市场化、法治化原则满足实体经济有效融资需求，增强信贷总量增长的稳定性和持续性”。近期实体经济恢复信心增加，1月信贷总量和结构有明显改善，尤其是企业中长贷高增、票据减少。我们维持《当下宽信用关键点在居民端》中观点，企业真实融资需求有所好转，宽信用将持续对基建、制造业、地产形成支撑，预计后续信贷增长“持续性”仍存，结构也将随经济修复持续改善。

(3) 政策性金融工具成为稳投资的重要资金保障。《报告》表示，推动政策性开发性金融工具加快支付使用，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。在2022年Q3的报告中，央行希望“用好用足”政策性开发性金融工具额度以支持基础设施建设融资。此次表述指向政策性金融工具将成为常态化政策，为重大项目提供资金保障，从而发挥稳投资稳增长作用。

图6：1月企业中长贷高增，信贷结构改善


数据来源：Wind、开源证券研究所 注：图中为同比多增量

5、汇率：优化预期管理，人民币汇率将维持双向波动

汇率与三季度报告表述基本相同，不同的在于将“加强”预期管理改成了“优化”预期管理，体现央行将强化汇率政策工具箱对汇率预期管理的作用。人民币兑美元汇率在经历2022年底的单边升值后近期再度下行。我们曾指出，人民币汇率在2023年将以双向波动为主。一方面，美联储预计仍将保持较高利率一段时间，美元指数和美债收益率暂时也将维持相对高位，并未迎来趋势性的回落，人民币外部压力仍然存在；另一方面，从基本面的角度来看，我国经济虽然将会逐渐修复，但海外经济的逐步衰退对我国的出口造成的利空持续，贸易顺差预计将会减少，从而抑制人民币升值。12月我国出口回落速度加快，然而后续出口同比负增长的速度有望收窄。欧美央行放缓加息节奏，外需下滑速度预计放缓，我国出口下滑速度将会收敛；此外后续基数效应也有望减轻。

综合来看，人民币汇率还将保持波动，央行也可能利用外汇风险准备金、外汇存款准备金等政策工具箱，来平稳人民币汇率的大幅波动。

图7：人民币汇率近期再次小幅贬值

120.00

7.50

180.00

58.00

图8：12月出口回落加快

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_52564

