

央行货币政策委员会第三季度例会点评

1年期LPR利率有望进一步下调

2022年9月23日，中国人民银行货币政策委员会召开2022年第三季度例会。我们认为，三季度例会将重心落于接续政策上，四季度宽信用仍是央行工作重点，同时政策上将会进一步刺激消费贷款、保证“保交楼”专项借款。价格型工具上受汇率波动影响，政策利率调整难度较大，预计以LPR调整为主；数量型工具上以再贷款工具为主，考虑到四季度仍有2万亿元中期借贷便利到期，不排除低成本降准置换的可能性。

- **攻坚克难应对经济大盘，货币政策目标不变。**三季度例会删去了“国内疫情防控形势总体向好但任务仍然艰巨”，改为“国内经济总体延续恢复发展态势”，表达出三季度经济形势相对二季度边际好转的趋势；但同时例会也将二季度“主动应对，提振信心”改为“主动应对，攻坚克难”，体现出依然需要认识到内部经济形势复杂多变、三重压力局面暂未扭转的现状，下一阶段稳就业和稳物价仍为工作重心。在政策配合上，央行的货币政策目标未改变，即在流动性合理充裕的基础上保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，实际情况看来央行仍在持续推出2000亿元设备更新改造专项再贷款等稳信用工具，预计四季度社融增速趋稳。
- **消费为主要抓手，适当加大“保交楼”专项借款。**三季度例会在实体经济支持方面，新增了关于消费、房地产、平台经济的表述。其中消费领域提到优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务，房地产领域提到推动“保交楼”专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，在我们前期专题报告中曾提及“汽车、地产是消费复苏的关键”，预计四季度将持续大力推进汽车消费，稳定地产“保交楼”并促进房地产市场刚性需求合理健康发展。（可参考前期专题报告《宏观角度如何看待当前消费？》）
- **货币政策应出尽出，消费信贷利率或迎来下调。**三季度例会中，央行对于货币政策工具表述共有三处变动：一是新增了“用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施建设”；二是将“加强存款利率监管，着力稳定银行负债成本”改为“发挥存款利率市场化调整机制重要作用”，相比二季度，三季度央行主要发力点在于价格型工具，既下调了中期借贷便利工具利率，也引导了LPR利率下调，同时商业银行同步调整了存款利率，对应了二季度例会中稳定银行负债成本的目的，可以看出今年以来存款利率市场化调整机制愈加灵活，为后续LPR利率调整打开空间；三是新增“推动降低……个人消费信贷成本”，今年以来5年期LPR利率已下调35bp，而1年期LPR利率仅下调15bp，对比来看个人消费信贷成本下降幅度相对于个人住房贷款（上半年下降101bp）、企业贷款（上半年下降41bp）的下降幅度都相对有限。
- 此外，汇率方面表述基本不变。随着四季度美联储紧缩节奏放缓，国内稳增长政策持续落实，人民币汇率或将震荡回升。
- **风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；新冠疫情影响扩大。**

相关研究报告

《变局系列之三：高通胀的定价权》 20220929
 《1-8月工业企业利润数据点评：价格涨幅回落，不掩利润结构改善》 20220927

中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229353

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

事件：中国人民银行货币政策委员会 2022 年第三季度（总第 98 次）例会于 9 月 23 日在北京召开，要点如下：

图表 1. 中国人民银行货币政策委员会例会内容对比

| 主题 | 2022 年第二季度例会 | 2022 年第三季度例会 |
|--------|---|---|
| 经济形势 | 全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻， 国内疫情防控形势总体向好但任务仍然艰巨 ，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。 | 全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻， 国内经济总体延续恢复发展态势 ，但仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。 |
| 货币政策目标 | 要按照“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的明确要求， 统筹抓好稳就业和稳物价 ，稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，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 ，为实体经济提供更有力的支持，稳定宏观经济大盘。 进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，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。 在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定。 | 要全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，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， 攻坚克难 ，为实体经济提供更有力的支持， 着力稳就业和稳物价 ，稳定宏观经济大盘。 进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，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。 在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定。 |
| 货币政策工具 | 结构性货币政策工具要积极做好“加法”，精准发力，加大普惠小微贷款支持力度。 完善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，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。 | 用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施建设 。 结构性货币政策工具要继续做好“加法”，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持。 完善市场化利率形成和传导机制，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 ，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 和个人消费信贷成本 。 |
| 汇率 | 深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，加强预期管理， 把握好内部均衡和外部均衡的平衡 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 | 深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，加强预期管理，保持人民币在合理均衡水平上的基本稳定。 |
| 实体经济 | 构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持创新体系，引导金融机构增加制造业中长期贷款，着力稳定产业链供应链，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。 | 构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持创新体系，引导金融机构增加制造业中长期贷款，着力稳定产业链供应链，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。 |
| 消费 | - | 优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务，继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度。 |
| 房地产 | 维护住房消费者合法权益， 更好满足购房者合理住房需求 ，促进房地产市场健康发展和良性循环。 | 因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，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，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。 |
| 平台经济 | - | 推动平台经济规范健康持续发展，对平台经济实施常态化监管。 |
| 对外开放 | 推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。 | 推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。 |
| 会议精神 | 坚持以经济建设为中心，坚持“两个毫不动摇”，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。坚持以深化供给侧结构性改革为主线，实施好扩大内需战略，继续做好“六稳”“六保”工作，进一步加强部门间政策协调， 推动稳住经济一揽子政策尽快落地，发挥好稳住经济和助企纾困的政策效应 ，统筹金融支持实体经济与防风险，保持经济运行在合理区间，推动经济高质量发展，迎接党的二十大胜利召开。 | 坚持以经济建设为中心，坚持“两个毫不动摇”，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念， 加快构建新发展格局 。坚持以深化供给侧结构性改革为主线，实施好扩大内需战略，继续做好“六稳”“六保”工作，进一步加强部门间政策协调， 落实好稳经济一揽子政策和接续政策，加力巩固经济恢复发展基础，把握好内部均衡和外部均衡的平衡 ，统筹金融支持实体经济与防风险，保持经济运行在合理区间，推动经济高质量发展，以优异成绩迎接党的二十大胜利召开。 |

资料来源：万得，中银证券

攻坚克难应对经济大盘，货币政策目标不变。三季度例会删去了“国内疫情防控形势总体向好但任务仍然艰巨”，改为“国内经济总体延续恢复发展态势”，表达出三季度经济形势相对二季度边际好转的趋势；但同时例会也将二季度“主动应对，提振信心”改为“主动应对，攻坚克难”，体现出依然需要认识到内部经济形势复杂多变、三重压力局面暂未扭转的现状，下一阶段稳就业和稳物价仍为工作重心。在政策配合上，央行的货币政策目标未改变，即在流动性合理充裕的基础上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，实际情况看来央行仍在持续推出 2000 亿元设备更新改造专项再贷款等稳信用工具，预计四季度社融增速趋稳。通胀方面表述不变，仍将关注点落于核心 CPI 即粮食和能源，预计在国际能源价格稳定的情况下，通胀因素难以形成货币政策掣肘。

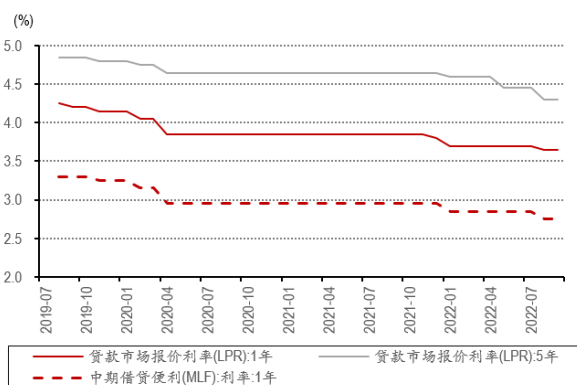
消费为主要抓手，适当加大“保交楼”专项借款。三季度例会在实体经济支持方面，新增了关于消费、房地产、平台经济的表述。其中消费领域提到优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务，房地产领域提到推动“保交楼”专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，在我们前期专题报告中曾提及“汽车、地产是消费复苏的关键”，预计四季度将持续大力推进汽车消费，稳定地产“保交楼”并促进房地产市场刚性需求合理健康发展。（可参考前期专题报告《宏观角度如何看待当前消费？》）此外，新增“推动平台经济规范健康持续发展，对平台经济实施常态化监管”，预计对于平台经济仍将延续中央财经委员会第九次会议基调。

货币政策应出尽出，消费信贷利率或迎来下调。三季度例会中，央行对于货币政策工具表述共有三处变动：一是新增了“用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施建设”，这是针对于三季度 6000 亿元政策性金融债，在上半年专项债基本发行到位的情况下，政策性金融工具一定程度上弥补了同期专项债额度紧缺的负面影响；二是将“加强存款利率监管，着力稳定银行负债成本”改为“发挥存款利率市场化调整机制重要作用”，相比二季度，三季度央行主要发力点在于价格型工具，既下调了中期借贷便利工具利率，也引导了 LPR 利率下调，同时商业银行同步调整了存款利率，对应了二季度例会中稳定银行负债成本的目的，可以看出今年以来存款利率市场化调整机制愈加灵活，为后续 LPR 利率调整打开空间；三是新增“推动降低……个人消费信贷成本”，今年以来 5 年期 LPR 利率已下调 35bp，而 1 年期 LPR 利率仅下调 15bp，对比来看个人消费信贷成本下降幅度相对于个人住房贷款（上半年下降 101bp）、企业贷款（上半年下降 41bp）的下降幅度都相对有限。同时，推动降低个人消费信贷成本也是为了扭转居民高储蓄率预期。因此在四季度优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务的背景下，1 年期 LPR 利率大概率迎来下调。

此外，汇率方面表述基本不变，但是删去了“把握好内部均衡和外部均衡的平衡”，并在会议精神部分新增“加力巩固经济恢复发展基础，把握好内部均衡和外部均衡的平衡”。表述上的微妙调整或许表明央行仍不希望市场过度放大汇率调整风险。随着四季度美联储紧缩节奏放缓，国内稳增长政策持续落实，人民币汇率或将震荡回升。

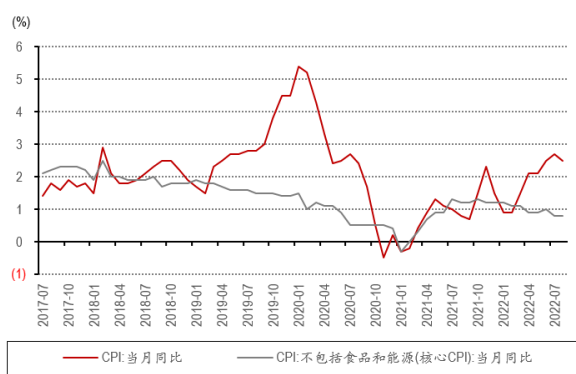
总体来看，三季度例会重心落于接续政策上，我们认为四季度宽信用仍是央行工作重点，同时政策上将会进一步刺激消费贷款、保证“保交楼”专项借款。价格型工具上受汇率波动影响，政策利率调整难度较大，预计以 LPR 调整为主；数量型工具上以再贷款工具为主，考虑到四季度仍有 2 万亿元中期借贷便利到期，不排除低成本降准置换中期借贷便利的可能性。

图表 2.1 1年期 MLF 和 LPR 利率



资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. CPI 与核心 CPI



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示: 经济下行压力加大; 流动性超预期收紧; 国内新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371