

## 重心转向防风险

### 事件：

11月16日，央行发布2022年三季度货币政策执行报告。

### 点评：

#### ■ 央行对海外经济更悲观、对国内经济边际转乐观，更加关注国内通胀风险

央行对海外经济研判更悲观、对国内经济边际转乐观。三季度报告指出“全球经济下行风险加大”，比第二季度的“全球经济活动边际放缓、部分经济体硬着陆风险增加”更显悲观。而报告对国内经济研判更为乐观，不再提及“稳定经济大盘”，指出经济恢复发展的基础“还不牢固”、比第二季度的“尚需稳固”更为积极，对消费约束由收入不振等改为强调预防性储蓄，不再强调投资“难点堵点”、只提“收益不足”等。

不只是结构性通胀，总体通胀风险已成为当下货币政策关注的焦点之一。在二季度报告强调“结构性通胀压力”的基础上，三季度报告进一步强调总体通胀反弹压力，一方面是货币供给增长较快，“一段时间以来我国 M2 增速处于相对高位”，另一方面是“总需求进一步复苏升温可能带来滞后效应”，特别是防疫更加精准后消费动能可能快速释放，我们在《通胀的“序章”》报告也提示过类似的逻辑。

#### ■ “稳字当头”基调下，政策侧重防风险、关注两大风险，操作偏向结构工具

“稳字当头”基调下，政策侧重防风险、关注通胀和房地产两大风险。货币政策“稳字当头、稳中求进”基调表述不变，但不再提及“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”、“提振信心”等；政策重心明显向防风险倾斜，除需求侧变化带来的通胀潜在风险，还有房地产领域风险，把“稳妥实施房地产金融审慎管理制度”提到“用好用足工具箱”之前，首提“维护好广大人民群众的利益”。

政策重心变化下，操作层面重点在引导发挥“准财政”作用和运用再贷款等结构性工具。三季度报告中关于货币政策下一阶段安排的表述，基本与二季度报告类似，主要变化体现在三个点上，重点强调指导性、开发性银行“用好用足”政策性开发性金融工具和 8000 亿元新增信贷额度，“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”，“加快推动设备更新改造专项再贷款落地生效”。

#### ■ 货币政策进一步宽松空间有限，“准财政”是货币政策与财政政策协同的关键

防风险下，货币政策进一步宽松空间有限，货币流动性环境最宽松的阶段或已经过去。需求推动的通胀风险上升，会掣肘总量货币政策工具的运用，或意味降准的可能性下降；而房地产领域风险，最紧迫的是房企债务和项目烂尾，近期加强房企融资支持政策的推出，已经在着手化解这一问题。防风险背景下，货币流动性环境或维持合理适度、不具备持续收紧的基础，但最宽松的阶段或已经过去。

“准财政”是货币政策与财政政策协同的关键，政策性开发性贷款和金融工具或进一步扩张。专栏 2 专门介绍政策性开发性金融工具作用，截至 2022 年 10 月末两批金融工具合计已投放 7400 亿元、各银行为金融工具支持的项目累计授信额度已超 3.5 万亿元，对应撬动杠杆约 4.7 倍。结合当前政策表态和过往经验，政策性、开发性金融工具和信贷或继续支持稳增长，央行通过 PSL 等提供资金支持。

**风险提示：**政策效果不及预期，CPI 通胀超预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007  
majieying@gjzq.com.cn

图表 1: 2022 年二季度与三季度货币政策执行报告主要内容比较

	2022Q2	2022Q3
<b>重要数据</b>	贷款加权平均利率为 4.41%，一般贷款加权平均利率为 4.76%	贷款加权平均利率为 4.34%，一般贷款加权平均利率为 4.65%
<b>专栏</b>	金融机构超额准备金率为 1.5%	金融机构超额准备金率为 1.5%
	金融政策落地生效 助力经济回升向好	合理看待存贷差扩大
	人民币在特别提款权 (SDR) 货币篮子中的权重上调	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
	<b>近年来信贷结构的演变和趋势</b>	阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限
	<b>全年物价仍可预期实现目标 但应警惕结构性通胀压力</b>	人民币汇率保持基本稳定有坚实基础
<b>经济形势分析</b>	当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复基础尚需稳固...主要发达经济体加快收紧货币政策，通过外贸外资、汇率波动和金融市场等渠道给新兴经济体带来的溢出影响明显加大，全球经济活动边际放缓， <b>部分经济体硬着陆风险增加</b> ...国内消费恢复面临居民收入不振、资产负债表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， <b>青年人就业压力较大</b> ...经济保持较强韧性...全面落实“疫情要防住，经济要稳住，发展要安全”的要求， <b>统筹好疫情防控和经济社会发展，坚决支持稳定经济大盘</b> 。	当前外部环境 <b>更趋复杂严峻</b> ，海外通胀高位运行， <b>全球经济下行风险加大</b> ，国内经济恢复发展的 <b>基础还不牢固</b> ... <b>发达经济体通胀粘性较强，收紧货币政策的取向短期仍可能延续</b> ，全球经济 <b>复苏动能趋弱</b> ...国内居民 <b>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</b> 等多方约束，人口老龄化、低转型等中长期挑战也不容忽视...有效需求的恢复势头日益明显，经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有改变。要保持战略定力，坚定做好自己的事，全面落实“疫情要防住，经济要稳住，发展要安全”... <b>统筹好疫情防控和经济社会发展，继续抓好稳经济一揽子政策和接续措施落地见效，着力推动高质量发展</b> 。
	全年 CPI 平均涨幅在 3% 左右的预期目标有望实现...国内结构性通胀压力可能加大，输入性通胀压力依然存在，预计下半年 CPI 涨幅将有所上行，中枢较上半年水平抬升，一些月份涨幅可能阶段性突破 3%... <b>加强监测研判，警惕通胀反弹压力</b> 。	物价涨幅总体温和，但要 <b>警惕未来通胀反弹压力</b> ...预计年内将维持低位运行...高度重视未来通胀升温的潜在可能性...外部输入性通胀压力依然存在；一段时间以来我国 <b>M2 增速处于相对高位</b> ，若总需求进一步复苏升温可能带来滞后效应；冬季猪肉采购和采煤需求旺盛、春节错位等因素，特别是疫情防控更加精准后消费功能可能快速释放，也可能 <b>短期加大结构性通胀压力</b> ...
<b>政策基调</b>	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， <b>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</b> ...加大对企业的信贷支持，用好政策性开发性金融工具， <b>重点发力支持基础设施领域建设</b> ...推动降低企业综合融资成本... <b>密切关注国内外通胀形势变化</b> ...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， <b>以我为主兼顾内外平衡，坚持底线思维</b> 。	加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节， <b>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</b> ，为实体经济提供更有力的、更高质量的支持...指导政策性、开发性银行 <b>用好足量政策性开发性金融工具额度和 8000 亿元新增信贷额度</b> ，引导商业银行 <b>扩大中长期贷款投放</b> ...高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是 <b>需求侧的变化</b> ...推动降低企业融资和 <b>个人消费信贷成本</b> ...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， <b>以我为主兼顾内外平衡，坚持底线思维，加强预期管理，维护好广大人民群众的利益</b> 。
	保持货币信贷平稳适度增长...保持货币供应量和社会融资规模 <b>合理增长</b> ，力争经济运行实现最好结果。密切关注国际国内多种不确定因素变化， <b>深入研判银行体系流动性供求状况，稳定好市场预期，平衡好内、外部均衡</b> ...	保持货币信贷平稳适度增长...保持货币供应量和社会融资规模合理增长，为 <b>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</b> ... <b>灵活开展公开市场操作</b> ，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性，稳定市场预期，把握好内、外部均衡...
<b>政策展望</b>	结构性货币政策工具 <b>聚焦重点、合理适度、有进有退</b> ，突出金融支持重点领域和薄弱环节...确保能源供应安全的同时支持经济向绿色低碳转型，助力科学有序实现碳达峰碳中和目标...发挥结构性货币政策工具的 <b>精准滴灌、正向激励作用</b> 。	结构性货币政策工具 <b>聚焦重点、合理适度、有进有退</b> ，保持再贷款，再贴现政策稳定性，继续对 <b>涉农、小微企业、民营企业</b> 提供普惠性、持续性的资金支持...确保能源供应安全的同时支持经济向绿色低碳转型，助力科学有序实现碳达峰碳中和目标...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，发挥专项再贷款的 <b>精准滴灌、正向激励作用</b> 。
	抓好扎实稳住经济的一揽子政策措施落实...引导商业银行、社会资金等跟进提供融资支持， <b>加快推动基础设施建设和重大项目形成实物工作量</b> ...	多措并举推进政策性开发性金融工具支持重大项目加快建设 and 资金支持，支持项目配套融资， <b>扎实推动形成更多实物工作量</b> ...
	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， <b>坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段</b> ，坚持稳地价、稳房价、稳预期， <b>因城施策用好用好政策工具箱</b> ，支持刚性和改善性住房需求， <b>稳妥实施房地产金融审慎管理制度</b> ，促进房地产市场健康发展和良性循环。	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， <b>坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段</b> ，坚持稳地价、稳房价、稳预期， <b>稳妥实施房地产金融审慎管理制度</b> ，因城施策用好用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求， <b>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</b> ，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场 <b>平稳健康发展</b> 。
	健全市场化利率形成和传导机制，完善中央银行政策利率体系， <b>加强存款利率监管，落实存款利率市场化调整机制</b> ，充分发挥利率自律机制作用，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 <b>指导作用</b> ，推动降低企业综合融资成本... <b>加强预期管理，坚持底线思维</b> ，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范...降低中小微企业汇率避险成本，维护外汇市场平稳健康发展。	继续健全市场化利率形成和传导机制，完善中央银行政策利率体系， <b>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</b> ，着力稳定银行负债成本， <b>持续释放贷款市场报价利率改革效能</b> ... <b>坚持市场在汇率形成中起决定性作用</b> ，增强人民币汇率弹性，加强预期管理， <b>坚持底线思维</b> ...
	进一步完善宏观审慎政策框架， <b>丰富宏观审慎政策工具箱，提高早期纠正的权威性</b> ， <b>持续压实金融机构及其股东的主体责任、地方属地责任和金融管理部门的监管责任，形成风险处置合力</b> ，确保处置措施有效执行和落地。健全金融风险问责机制，对重大金融风险严肃追究问责，有效防范道德风险， <b>坚决守住不发生系统性金融风险的底线</b> 。	进一步完善宏观审慎政策框架， <b>丰富宏观审慎政策工具箱</b> ...推动提高监管有效性，持续强化金融业审慎监管和行为监管， <b>加强消费者和投资者保护</b> ... <b>压实金融机构及其股东的主体责任、地方属地责任和金融管理部门的监管责任，形成风险处置合力</b> ，确保处置措施有效执行和落地。健全金融风险问责机制，对重大金融风险严肃追究问责，有效防范道德风险， <b>坚决守住不发生系统性金融风险的底线</b> 。

来源：中国人民银行、国金证券研究所

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情潜在反复风险，对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、CPI 通胀超预期。若需求加快修复下，成本端涨价压力的扩散、服务业“补偿式”涨价，与“猪周期”共振，可能导致 CPI 通胀超预期。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402