

以我为主兼顾内外平衡，警惕通胀反弹压力

风险评级：低风险

——央行第三季度货币政策执行报告点评

2022年11月17日

费小平（SAC 执业证书编号：S0340518010002）

电话：0769-22111089 邮箱：fxp@dgzq.com.cn

研究助理：刘爱诗（SAC 执业证书编号：S0340121010021）

电话：0769-22118627 邮箱：liuaishi@dgzq.com.cn

事件：

2022年11月16日中国人民银行发布2022年第三季度货币政策执行报告。

点评：

■ 国内经济恢复向好，对外部环境更加谨慎

在国内经济表现方面来看，第三季度，我国国内生产总值（GDP）同比增长3.9%，比二季度加快3.5个百分点，稳经济一揽子政策和接续措施效能不断释放，经济基本面边际好转，“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”，“国内经济恢复发展的基础还不牢固”较二季度的“国内经济恢复基础尚需稳固”更加乐观。此外，央行表示“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”，较二季度的“外部环境更趋严峻复杂表述”更加谨慎。

■ 货币政策灵活精准，合理看待存贷差扩大

在货币政策操作方面，《报告》表示“加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节，坚持不搞‘大水漫灌’，不超发货币”，删除了二季度“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”的表述，边际宽松程度或有所收敛，政策调控将更加精准。由于货币市场资金供给充足，近期公开市场逆回购操作量从20亿元到1320亿元不等，表示央行结合市场需求情况灵活调整公开市场操作规模，进一步提高操作灵活性和精准性。从数据来看，银行间市场存款类机构7天期回购利率（DR007）在8月初见底，随后小幅提升，逐渐向政策利率靠拢。此外，央行积极发挥结构性货币政策工具作用，积极运用支农支小再贷款、再贴现等工具，引导金融机构加大对国民经济重点领域、薄弱环节和区域协调发展的支持力度，继续实施普惠小微贷款支持工具，持续支持小微企业发展，并且实施碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，支持经济向绿色低碳转型，加快推动科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款落地。较二季度报告新增“设立设备更新改造专项再贷款，支持金融机构向制造业、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”。

2022年以来，银行体系存贷差增加较多，9月末存贷款余额的差值为44.2万亿元，较2021年末扩大4.7万亿元，对此央行认为要合理看待存贷差扩大。专栏1表示存贷差的扩大是货币创造渠道多元化、不仅仅限于贷款渠道的结果。从这一点看，存贷差问题与宏观上储蓄向投资转化的问题是两回事，通过促进银行加大贷款投放力度并不能缩小存贷差。从今年的情况来看，由于财政发债力度加大、央行上交结存利润，以及金融工具统计因素，存贷差扩大实际是宏观政策协同发力加大对实体经济支持的体现。因此，存贷差扩大本质上反映的是贷款以外渠道的货币创造增多，与储蓄向投资转化没有直接关系。

■ 政策性开发性金融工具成效显著，汇率稳定有坚实基础

报告的专栏2介绍了今年出台的政策性开发性金融工具，并用大量数据说明了政策对经济的成效。具体来看，人民银行支持国家开发银行、中国农业发展银行分别设立金融工具，国务院常务会议8月提出，在第一批 3000 亿元金融工具已落到项目的基础上，再增加 3000亿元以上额度，并增加中国进出口银行作为金融工具支持银行。加大流动性投放力度，保持流动性合理充裕。在成效方面，金融工具有效支持基础设施建设、助力稳定宏观经济大盘。首先，着力解决重大项目资本金缺口问题。截至 2022年10月末，两批金融工具合计已投放7400亿元，有力补充了一批交通、能源、水利、市政、产业升级基础设施等领域重大项目的资本金。其次，配套融资积极跟进，鼓励政策性、开发性银行用好今年新增的8000亿元信贷额度，引导商业银行通过银团贷款等方式同步跟进重大项目配套融资。最后是加快形成实物工作量，今年前三季度基建投资累计同比增长8.6%，明显高于去年全年的0.4%。未来随着金融工具支持的项目加快落地，将不断释放“扩投资、带就业、促消费”的综合效应。

专栏4重点分析了汇率变动的特征，以及人民币保持币值稳定的基础。今年全球通胀水平持续高位运行，从双边汇率看，人民币对美元有所贬值、对其他主要货币有所升值，人民币对一篮子货币继续保持基本稳定。在基本面方面，币值稳定主要得益于国内经济大盘稳定、稳中向好；国际收支大盘基础坚实；外汇储备居世界首位。从政策面看，坚持市场在人民币汇率形成中起决定性作用，以及汇率政策承受住了多轮外部冲击的考验，为汇率稳定提供坚实保障。央行表示将继续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，坚持市场在人民币汇率形成中起决定性作用，综合施策，稳定预期，增强人民币汇率弹性。

■ 以我为主兼顾内外平衡，加大政策实施力度

总体来说，今年以来货币政策主动应对，靠前发力，增强前瞻性、精准性、自主性，金融服务实体经济质效不断提升。有了发达经济体央行前期对通胀形势的误判、以及政策调整落后于市场曲线的前车之鉴，中国央行对通胀问题更加重视。在全球出现罕见高通胀的背景下，我国通胀走势总体温和平稳。与二季度相比，此次《报告》对通胀的表述有所减少，但表示“要警惕未来通胀反弹压力”。地缘政治冲突仍扰动世界能源供应，外部输入性通胀压力依然存在。而且冬季猪肉消费旺季、防疫政策优化或带动总需求复苏，可能短期加大结构性通胀压力。关于下阶段的货币政策思路，《报告》指出，加大稳健货币政策实施力度，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量、更高质量的支持。

在产业方面，央行积极运用支农、支小再贷款、再贴现等工具，引导金融机构加大对国民经济重点领域、薄弱环节和区域协调发展的支持力度。在房地产政策方面，阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限，更加注重“因城施策”。专题3表示“人民银行将继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实房地产长效机制，因城施策实施好差别化住房信贷政策，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场平稳健康发展”，继续释放维稳积极信号。往后看，货币政策将以我为主兼顾内外平衡，加大政策实施力度，引导金融机构加大对中小微企业等重点领域和薄弱环节的支持力度，关注后续相关举措落地。

近两个季度的货币政策执行报告要点

要点	三季度货币政策报告	二季度货币政策报告
经济形势判断	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，国内经济恢复发展的基础还不牢固。但要看到，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， 坚定做好自己的事 。	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，国内经济恢复基础尚需稳固，结构性通胀压力可能加大。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， 坚定做好自己的事 。
货币政策	加大稳健货币政策实施力度， 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支持。	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支持。
利率市场化	持续释放贷款市场报价利率（LPR）改革红利，优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低。 阶段性放宽部分城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限 ，支持符合条件的城市政府用足用好政策工具箱，促进房地产市场平稳健康发展。	继续深化利率市场化改革，持续释放贷款市场报价利率（LPR）改革红利，优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低。持续推进 LPR 改革，发挥 LPR 的 指导性作用 。建立存款利率市场化调整机制，推动存款利率进一步市场化。积极推动 境内 LIBOR 转换工作 。
汇率市场化	继续推进汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、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，注重预期引导，增强人民币汇率弹性 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，保持人民币币值和购买力的基本稳定，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用。	推动建立金融服务 小微企业 长效机制；持续加大对 乡村振兴 领域的金融支持。继续推进汇率市场化改革，参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，注重预期引导，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用。
全球经济关注问题	全球高通胀挑战依然严峻。高度警惕经济下行压力在全球更广范围蔓延的风险。金融体系脆弱性不断积累，潜在风险不容忽视。	高通胀已成为当前全球经济发展的最主要挑战。主要发达经济体增长动能放缓，货币政策面临两难。新兴经济体和发展中国家面临 通胀攀升、经济放缓、债务积压、货币贬值以及食品和能源危机的“完美风暴” 风险。

■ 风险提示

国内疫情反复阻碍经济发展，进一步加大经济下行压力；俄乌冲突持续，带动大宗商品价格高位运行，加重企业的成本压力，工业制造利润被不断压缩；美联储加快加息缩表进程，收紧国内市场资金面。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn