

三季度货币政策执行报告简评

货币政策五问

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

■ 一问：央行如何看待当前经济与物价形势？

央行肯定经济恢复势头，且对通胀高度警惕，这与市场“体感”存在差异。经济方面，报告认为三季度经济“明显回升”，下一阶段要“巩固和拓展经济回稳向上态势”。但市场对年内经济走势仍存担忧：一方面，10月经济数据偏弱，消费和服务业遭疫情冲击较大，进出口增速均同比收缩；另一方面，优化疫情防控“二十条”出台，但“阵痛”难免，冬季疫情持续多点散发，对经济冲击依然较大。物价方面，报告“高度重视”未来通胀升温的潜在可能性，较二季度“密切关注”警惕更高。三季度国内通胀屡屡不及预期，核心CPI持续低迷，市场对通胀的担忧已大为缓解。我们预计，明年一季度CPI有冲高风险，但2023年通胀中枢下移，核心CPI较难达到2%的敏感水平。我们推测，央行认为国内通胀超预期的风险可能源于海外通胀黏性偏强、消费“恢复性反弹”、地产周期恢复斜率陡峭。

■ 二问：如何解读当下货币政策的操作逻辑？

当前货币政策总量操作较为谨慎。原因可能有三：首先，目前对经济偏乐观、对通胀高度重视的态度，意味着在央行眼中降息的必要性还不够强，而需警惕降息可能引致的通胀反弹风险。其次，今年以来降成本力度已经很大（金融机构贷款加权平均利率为2008年统计以来低点，以LPR减点投放的贷款占比达2019年贷款利率市场化改革以来最高点），但因实体经济融资需求不足，货币政策遇“推绳效应”约束，此时财政针对性发力的效果可能更好。最后，当前银行息差水平已经较低（上半年降至2010年以来低点，三季度环比持平），经营压力还将进一步凸显（2023年初大量房贷利率重定价），影响其输血实体经济的空间和意愿。不过，我们认为货币政策宽松的窗口并未关闭。展望2023年，若外需大幅走弱、海外通胀较快下行的情形出现，则货币政策加码的必要性提升、空间进一步打开，可关注2023年二季度前后降息的可能性。

央行提升对金融市场流动性的重视程度。近期债市“巨震”，市场对疫情与房地产走势高度一致的预期被打破，国债利率较快上行。但与此前不同的是，理财净值化转型基本完成，散户因产品“破净”大量赎回，引发债券市场“踩踏式卖出”。流动性分层的市场环境下，非银、理财子等资管机构的资金有赖自上而下的传导，相对间接且滞后。报告提出“加强对流动性供求形势和金融市场变化的分析监测”、“提升债券定价的有效性及其传导功能”，后续平滑流动性政策有望跟进支持。

此外，央行在摘要中删去“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”，全文仅1次提及（二季度5次提及），或意味着结构性工具重要性下降。

■ 三问：如何看待人民币汇率波动及后续走势？

报告认为，当前“人民币汇率预期总体平稳”，在“专栏4人民币汇率保持基本稳定有坚实基础”中详细介绍人民币汇率的基本面和政策面支撑，更突出强调“市场在汇率形成中起决定性作用”（本篇报告7次提及，一季度、二季度分别出现2次）。海外方面，本次报告继续关注海外通胀高位的挑战，但对全球经济的看法更悲观，认为“全球经济下行风险加大”，而二季度的措辞为“增长放缓”。

我们认为，面对经济下行、通胀趋缓、金融风险上升三重压力，美欧货币紧缩放缓有必要性与可行性。目前看，美联储将于2023年二季度左右停止加息，四季度或开始降息。我们预计，美元指数触顶节点可能在2023年二季度左右出现，叠加国内“稳增长”政策逐渐显效，经济疫后常态化回归步伐较快，届时作为一面镜像人民币汇率会获更多支撑，甚至重回升值通道。

■ 四问：下一阶段“宽信用”的主要政策思路？

一是，金融支持实体经济，“质”在“量”先、更加务实。其一，本次报告新增“引导商业银行扩大中长期贷款投放”，删去“加大对企业的信贷支持”的表述，更看重“质”优的中长期贷款投放。其二，报告提及“保持”对于小微企业的支持力度，而非此前的“加大”。截止三季度末，我国普惠小微授信户数5389万户，已经覆盖了近半数市场主体（2020年4月22日，银保监会发言人表示我国小微企业3000多万户、个体工商户8000多万户）。同时，新增了“科学有序支持碳减排”的表述，对两项减碳结构性工具的态度也更务实。其三，更加注重金融支持实体经济持续性、长效机制的构建，新增“落实落细金融服务小微企业、民营企业敢贷会贷长效机制，增强微观主体活力”。

二是，对基建的支持力度增强。报告表示将“多措并举推进”政策性开发性金融工具，支持项目配套融资，相比此前的“依法合规用好”，支持态度更强。据报告专栏2的数据，截至2022年10月末，政策性开发性金融工具已投放近7400亿元，目前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。

三是，重视为居民信贷“降成本”。继三季度货币政策委员会例会后，报告再度提及降低“个人消费信贷成本”，或是针对居民消费意愿不足、消费信贷需求疲弱的现状。结合防疫政策在持续优化，一定程度上或有助于提升消费恢复斜率。

■ 五问：房地产相关内容有何变化？

房地产企业方面，报告延续三季度货币政策例会的说法，“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”，相比央行、银保监会的16条并无增量信息。

个人按揭贷款方面，据“专栏3阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限”的介绍，2022年10月新发放个人住房贷款利率为4.3%，较上月下降4个基点，较上年末下降133个基点，这已经达到了2008年统计以来的最低水平。

今年以来，房地产领域贷款需求不足，是宽信用的重要阻碍。这体现为：一方面，地产销售对房贷利率下行的敏感性明显降低，利率虽降至有统计以来低点，房地产销售却迟迟没有企稳。另一方面，新增个人住房贷款较地产销售额更大幅度走弱，或因对未来收入的信心不足、疫情冲击下不确定性较高，部分居民节约开支、“缩表”还贷。

- 总之，当前央行在货币政策总量操作方面较为谨慎，但宽松的窗口并未关闭。预计2023年美联储加息的外溢效应减弱，国内核心CPI维持低位，形势逐渐明朗下，中国货币政策发力的空间将进一步打开。基于出口形势愈发严峻、国内经济尚运行于潜在增速以下的现状以及防疫和地产新政见效需要时间，我们倾向于认为，未来一段时间，货币政策还将维持宽松的流动性环境，但更加注重与财政政策、产业政策的协调配合，以寻求贷款投放的抓手，助力成色更足的中长期信贷企稳。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层
邮编:518033

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼
邮编:200120

北京

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心北楼16层
邮编:100033