



宏观研究

【粤开宏观】2022 年三季度货币政策执行报告的五个要点

2022 年 11 月 17 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：原野

近期报告

《【粤开宏观】社融超预期回落，货币政策空间再度打开：10 月金融数据点评》

2022-11-11

《【粤开宏观】美国 2022 年中期选举：结果分析及影响展望》2022-11-13

《【粤开宏观】安徽：制造“新星”的赶超之路》2022-11-14

《【粤开宏观】从财税视角看江苏“强富美高”新江苏财政状况》2022-11-14

《【粤开宏观】从货币视角看微观主体行为与当前宏观经济形势》2022-11-15

摘要：

货币政策执行报告历来是市场关注的重点，一方面，央行对当前及未来宏观经济运行做出前瞻判断和考虑；另一方面，结合宏观判断和潜在挑战，央行会提出未来货币政策思路 and 方向。

整体看，2022 年三季度货币政策执行报告揭示经济相对疲软的情况下，货币政策并未转向，今年底至明年初总体基调大概率仍保持稳健偏宽松。央行判断当前经济恢复基础仍不牢固，特别提出居民预防性储蓄上升制约消费，仍需要加大房地产政策落实力度，尤其是近期保主体相关政策。往后看，我们认为明年一季度后货币政策或逐步回归中性，央行对明年通胀的关注显著上升，尤其提出疫情防控优化等将带动总需求恢复，叠加前期较高的 M2 以及春节错位因素，可能造成通胀反弹。此外，外部输入性通胀也可能随防疫优化而提高。具体有以下五个要点需要关注。

要点一：宏观经济运行环境方面，央行明确外部发达经济体通胀粘性较强，内部居民部门预防性储蓄上升。

央行对于宏观经济运行环境的整体判断，基本延续二季度观点，外部关注海外通胀和全球经济下行压力，内部警惕经济恢复基础不牢固。微观关注点有所变化：(1) 央行判断外部发达经济体的通胀粘性较强，即通胀下行速率较缓，意味着海外紧缩货币政策仍将通过外贸外资、汇率波动和金融市场等渠道产生溢出效应；(2) 内部环境，新增关注“居民预防性储蓄意愿上升”对于消费的制约，以及“人口老龄化、低碳转型”等中长期挑战，而二季度央行关注的重点是居民收入不振、资产负债表受损、消费场景受限等问题。

2022 年前三季度，我国居民部门存款增加 13.28 万亿元，远超 2020 年、2021 年平均 9 万亿元水平，居民预防性储蓄上升原因有二：一方面，疫情持续影响下，未来变数增多，居民未来预期收入下滑，居民减少消费、增加预防性储蓄以应对各类不确定性。另一方面，房地产市场下行，居民调整资产配置结构，将原本会流入房地产市场的增量资金配置在存款上。这直接导致银行负债端成本压力增大，也造成贷款端难以在居民部门发力，进而影响银行支持实体经济的可持续性。因此，我们判断未来存款利率市场化调整机制将加速调整，存款利率将更有弹性，地产政策的落实力度也将更大，以稳定居民对房地产市场的预期。

要点二：物价方面，央行对于今年内物价水平较为乐观，但对明年物价的担忧进一步升温。

一是将二季度表述“警惕结构性通胀压力”，改变为“警惕未来通胀反弹压力”，意味着对结构性通胀的担忧转为对全面通胀的关注；二是特别提出需“高度重视



未来通胀升温的潜在可能性”，尤其是防疫政策边际改善带来的需求拉动型通胀。

当前我国 CPI 较为温和，第三季度猪肉、蔬菜等食品价格上涨较快，但出行住宿等服务价格受疫情影响涨幅不及往年水平。同时，国际原油等大宗商品价格震荡下行带动 PPI 涨幅持续回落，10 月同比涨幅转负，预计年内将维持低位运行。未来四大因可能造成明年，尤其是一季度通胀全面走高。一是地缘政治冲突仍扰动世界能源供应；二是发达经济体高通胀粘性较强，外部输入性通胀压力依然存在；三是我国 M2 增速处于相对高位，若总需求复苏升温可能带来滞后效应；四是今年春节在 1 月，将产生春节错位效应。

鉴于此，我们认为年内仍将保持稳健偏宽松的基调，但明年一季度潜在通胀压力将增大货币政策阻力，货币政策或更审慎。

要点三：货币政策基调方面，央行结合二十大报告，首提“质的有效提升和量的合理增长”，结构性货币政策工具仍是主力。

央行对于货币政策的基调，延续了“加大稳健货币政策实施力度”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“不超发货币”等提法。有四点边际变化值得注意：（1）采取了二十大报告提法，转变过往“质的稳步提升”的提法，首次提出货币政策要“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”；（2）新增“高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化”的提法，再度聚焦通胀；（3）新增“坚持市场在汇率形成中起决定性作用”，意味着对人民币汇率弹性的容忍度提升；（4）新增“建立健全金融风险防范、预警和处置机制”“维护好广大人民群众的利益”等提法。

综合来看，货币政策基调与“发展要安全”一脉相承。尤其是“质的有效提升和量的合理增长”，预示未来货币政策将保持稳健，稳币值、防风险重要性上升，结构性货币政策工具是长期主力。“质的有效提升”意味对于发展质量的重视。“量的合理增长”意味着不是不要增长，促增长的手段和工具将以结构性货币政策为主。例如三季度货币政策报告中强调的“用好用足”政策性开发性金融工具和 8000 亿元新增信贷额度“加快推动设备更新改造专项再贷款落地生效”。与此同时，防风险重要性上升，易纲在《建设现代中央银行制度》中特别指出，金融机构及股东作为市场主体，应当承担自主经营、自负盈亏、“自救”风险的主体责任。要建立市场化资本补充机制，按照监管规则计提拨备，加大不良资产处置力度；推动资不抵债的机构有序市场化退出，通过股权清零、大额债权打折承担损失。简言之，“财政的钱”与“央行的钱”存在本质区别，“自救”应成为应对金融风险的主要方式。

要点四：房地产方面，央行表述偏积极，重申房住不炒的原则，积极化解房地产项目和企业风险，解决房地产下行对财政经济就业的巨大拖累。

新增“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”表述，我们认为目前仍以加大存量政策落实力度为主。政策主体上，从保交楼、保项目逐步转到保企业主体了，以全面避免烂尾，进而提升居民购房信心，促进销售上升、房企现金流改善、投资回升和土地出让上升。需关注金融 16 条、民企融资“第二支箭”等政策，11 月 14 日交易商协会受理美地置业 150 亿元中期票据储架式注



册发行，“第二支箭”加速落实。空间上，贯彻“因城施策”原则，集中在二三线城市，保障刚性和改善性住房需求仍是第一重要级，一线城市投机性需求不会“复燃”。时间上，多是阶段性政策，不改变地产长期下行趋势。

要点五：央行解释存贷差扩大是债券投资、外汇占款、股权等多元化货币创造渠道所致。

货币政策专栏是货币政策执行报告的重点，本次报告中四个专栏分别是“合理看待存贷差扩大”“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”“阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限”“人民币汇率保持基本稳定有坚实基础”。其中专栏 1“合理看待存贷差扩大”明确，银行并不是“动用”居民储蓄存款去发放贷款，而是直接扩张资产就可以发放贷款，同时创造存款（负债）。而存贷差的产生是因为金融支持实体经济渠道很多，除贷款外，银行还可以通过债券投资、外汇占款、股权及其他投资等渠道扩张资产，在不增加贷款的情况下创造存款。更值得关注的问题是存款部门结构性问题，即居民预防性储蓄增加，居民存款与企业存款之间循环不畅的问题。

综上，我们判断如下：（1）货币政策基调上，内外部环境决定今年货币政策总基调仍保持稳健偏宽松，明年初通胀压力掣肘货币政策，政策或逐步回归稳健偏中性。（2）货币政策目标上，币值稳定关注度提升，关于经济增长的表述有所转变，“质的有效提升和量的合理增长”是关键。（3）货币政策工具上，结构性货币政策是今年至明年的主力，是否降准降息取决于经济恢复情况。（4）房地产政策上，加大存量政策落实力度为主，通过金融 16 条、“第二支箭”等政策保企业主体，进而产生保项目、保需求的效应。未来，竣工等后端环节将率先企稳，再向前延伸至销售、拿地等。

风险提示：政策效果不及预期、CPI 通胀超预期



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道60号开发区控股中心19、21、22、23层

北京市西城区广安门外大街377号

网址: www.ykzq.com