

## 货币政策维持宽松基调

——东海看政策：2022年三季度货币政策执行报告点评

### 证券分析师：

刘思佳 S0630516080002  
lsjia@longone.com.cn

### 证券分析师：

胡少华 S0630516090002  
hush@longone.com.cn

### 投资要点：

- **事件：**11月16日，央行发布2022年三季度中国货币政策执行报告，我们认为有以下关注点：
- **对国内外经济形势的判断不同。** 外需偏悲观，内需偏积极。海外：高度警惕经济下行压力在全球更广泛范围蔓延的风险。国内：国内经济恢复发展的基础还不牢固，有效需求的恢复势头日益明显。但另一方面也强调了，国内居民预防性储蓄意愿上升制约消费复苏以及积极扩大有效投资面临收益不足的问题。我们认为央行对国内形势的判断虽然较Q2略偏乐观，但尚未到货币政策收紧之时。
- **重视物价。** 央行在报告中强调要高度重视未来通胀升温的潜在可能性，主因有三：海外输入性的通胀压力；高M2的滞后反映；疫情防控更精准带来的消费动能快速释放。但目前央行仍判断物价涨幅总体温和。我们认为明年在基数扰动下，部分月份CPI有破3%的可能，但总体来看仍然可能是以猪价上涨为主的结构性通胀压力，总体压力不大。
- **宽松总基调并未转向，宽信用仍是重点。** 三季度货币政策总基调延续了Q2的提法，要维持“加大稳健货币政策实施力度”，坚持不搞“大水漫灌”，为实体经济提供更有力量、更高质量的支持，三季度报告中，央行虽然删除了“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”的表述，但结合当前经济恢复的形势，以及疫情精准防控对经济的影响仍有待观察，我们认为不宜过度解读为启用总量工具的可能性降低。对于结构性货币政策工具，新增落实好“普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具和其他专项再贷款投放”。央行在10月缩量续作MLF的同时提到了PSL及再贷款工具投放3200亿元，专栏2中介绍了前后两批政策性金融工具实际投放达到7400亿元，超过了原定6000亿元的额度。我们认为未来结构性工具仍将在宽信用实现的过程中发挥重要的作用，仍是下一阶段货币政策的重点。
- **贷款利率继续下降。** 三季度贷款加权平均利率为4.34%，环比下降7BP。其中，一般贷款加权平均利率为4.65%，环比下降11BP；企业贷款加权平均利率为4%，环比下降16BP。贷款利率的整体下降，也体现了金融对实体经济的支持力度进一步增强。
- **稳地产政策继续推进。** 房地产方面，新增措辞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，这可能意味着在资金端对房地产企业的支持力度可能继续加大。三季度房贷加权利率4.34%，环比下降28BP，在当前稳房地产市场预期的背景下，仍有可能下调。
- **合理看待存贷差扩大。** 专栏1解释了不能将存贷差扩大与储蓄向投资转化问题联系起来，存贷差的扩大是货币创造不仅限于贷款的结果，货币结合财政协同发力形成了这样的现象，近年来国外主要经济体也存在存贷差扩大的现象。
- **发挥市场作用稳汇率。** 专栏4描述了今年以来人民币汇率运行的两大特点，同时强调了坚持市场在人民币汇率形成中起决定性作用。我们认为央行在前期人民币贬值的过程中，仍坚持启用了市场化的工具，稳定市场预期，总体来看对双向浮动的容忍度有所提升。
- **总的来看，** 货币政策宽松的总基调不变，虽然对通胀的重视程度有所提高，但结合目前的经济恢复现状，疫情防控二十条以及房地产十六条的效果仍有待观察，货币政策预计维持宽松，宽信用支持实体经济。
- **风险提示：** 疫情反复超预期，海外局势变化超预期。

表1 货币政策执行报告对比

	2022 年二季度报告	2022 年三季度报告
总基调	加大稳健货币政策执行力度，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利、更高质量的支持。	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利、更高质量的支持。
通胀	密切关注国内外通胀形式变化，不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。	<b>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</b> ，不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。
信贷	加大对企业的信贷支持，用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设，保持货币供应量和社融规模合理增长。结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”。构建金融有效支持实体经济体制机制。	指导政策性、开发性银行用好用足政策性开发性金融工具额度和 <b>8000 亿元新增信贷额度</b> ， <b>引导商业银行扩大中长期贷款投放</b> ，保持货币供应量和 <b>社融规模合理增长</b> 。结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”。构建金融有效支持实体经济的体制机制。
利率	健全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，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，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指导作用，推动降低企业综合融资成本。	<b>继续深化利率市场化改革</b> ，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，着力稳定银行负债成本， <b>释放贷款市场报价利率改革效能</b> ，推动降低企业融资和个人消费信贷成本。
下一步工作重点	下一阶段，坚持稳字当头、稳中求进，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，深化供给侧结构性改革，建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，抓好政策措施落实，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，发挥有效投资的关键作用。一是保持货币信贷平稳适度增长。二是结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，突出金融支持重点领域和薄弱环节。三是构建金融有效支持实体经济的体制机制。四是深化利率、汇率市场化改革，以我为主兼顾内外平衡。五是不断深化金融改革，加快推进金融市场制度建设。六是健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，构建防范化解金融风险长效机制。	下一阶段，坚持稳字当头、稳中求进，深化金融体制改革，建设现代中央银行制度，抓好政策措施落实，着力稳就业稳物价，发挥有效投资的关键作用，巩固和拓展经济回升向上态势，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。一是保持货币信贷平稳适度增长。二是结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退。三是构建金融有效支持实体经济的体制机制。四是深化利率、汇率市场化改革，以我为主兼顾内外平衡。五是不断深化金融改革，加快推进金融市场制度建设。六是健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，构建防范化解金融风险长效机制。
专栏	专栏 1 金融政策落地生效 助力经济回升向好 专栏 2 人民币在特别提款权（SDR）货币篮子中的权重上调 专栏 3 近年来信贷结构的演变和趋势 专栏 4 全年物价仍可实现预期目标 但应警惕结构性通胀压力	专栏 1 <b>合理看待存贷差扩大</b> 专栏 2 <b>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> 专栏 3 <b>阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限</b> 专栏 4 <b>人民币汇率保持基本稳定有坚实基础</b>

资料来源：央行，东海证券研究所

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8621 ) 20333619  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 电话：( 8610 ) 59707105  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089