

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 年内依然是流动性的友好窗口

2022年11月19日

11月16日, 中国人民银行发布2022年第三季度中国货币政策执行报告。

- **央行对全球经济下行的担忧加大, 对国内经济形势的判断更加积极。** Q2报告中, 央行认为高通胀是全球经济发展的最大挑战。本次报告不再提, 并进一步指出世界经济活动普遍放缓, 要高度警惕经济下行压力在全球更广范围蔓延的风险。国内经济形势方面, 央行肯定了今年前三季度所取得的成就, 指出有效需求的恢复势头日益明显。基础不牢固的方面主要有全球经济趋缓下的外需回落、居民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等。
- **央行依然把稳增长放在更加突出的位置, 货币政策基调尚未转向。** 未来政策基调上, 央行支持经济增长的态度更加明确。一是新提“推动经济实现量的合理增长”; 二是“保持经济运行在合理区间”升级为“巩固和拓展经济回稳向上趋势”, 并且会为之“提供适宜的流动性环境”; 三是仍旧未提“管好货币总闸门”、“保持宏观杠杆率基本稳定”等限制性表述。
- **当前物价涨幅总体温和, 央行强调警惕通胀反弹的原因何在?** 央行的担忧有三个方面, 一是发达经济体高通胀粘性所造成的输入性通胀压力。从目前形势来看, 国际能源价格已有所回落, 粮食价格初步企稳, 考虑到全球经济存在下行风险, 未来输入性通胀压力有望缓解。二是国内总需求进一步复苏升温, 或推动前期 PPI 上涨向 CPI 的传导加快。三是猪肉价格上涨可能加大结构性通胀压力。考虑到我国农业生产形势稳定、供应链运转较为通畅、保供稳价机制健全等, 保持物价稳定的有利因素更多。
- **央行加码结构性货币政策, 年内依然是流动性的友好窗口。** 央行在 10 月增加科技创新再贷款额度 2000 亿元, 下一步将加快各项再贷款工具落地生效。此外, 年内的流动性还包括 PSL、财政支出等补充渠道。宽信用预期下, 市场对于流动性收紧的担忧加剧。我们研判认为, 短期内房地产融资显著修正的空间有限, 资金加速进入实体的主要渠道是企业中长贷。但在再贷款工具的支持下, 银行宽信用以满足监管部门要求的同时, 还能获得基础货币的补充。基于此, 我们判断年内依然是流动性的友好窗口。
- **风险因素:** 疫情再度恶化, 国内政策不及预期等。

目 录

一、Q3 货币政策执行报告释放了哪些信号? .....	3
二、Q3 货币政策执行报告表述变化一览 .....	8
风险因素 .....	9

图 目 录

图 1: 2022Q3 居民储蓄意愿依然处于历史高位 .....	3
图 2: 国际能源和粮食价格初步企稳, 原油价格已率先回落 .....	4
图 3: 前期生产资料价格上涨向生活资料的传导加快 .....	5
图 4: 猪肉价格上涨可能加大结构性通胀压力 .....	5
图 5: 企业中长贷已进入回升期 .....	6
图 6: 各项结构性货币政策工具及实施细则 .....	6
图 7: 9 月一般贷款中利率低于 LPR 的贷款占比进一步提升 .....	7
图 8: 2022Q3 货币政策执行报告较 2022Q2 的重要表述对比 .....	8

## 事件：

北京时间 11 月 16 日晚，中国人民银行发布 2022 年第三季度中国货币政策执行报告。

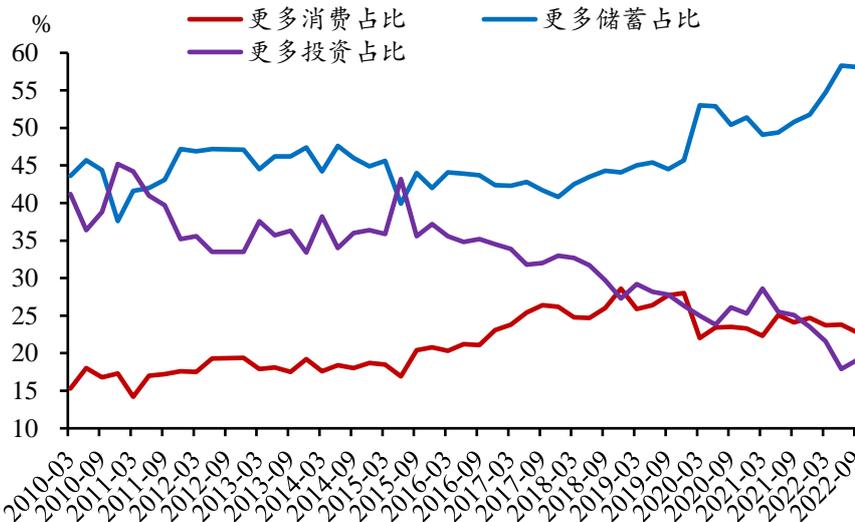
## 一、Q3 货币政策执行报告释放了哪些信号？

**第一，央行对于外部环境的担忧，由高通胀转向全球经济下行风险加大。**Q2 报告中，央行认为高通胀是全球经济发展的最大挑战（Q3 报告不再提），对于世界经济增长形势的判断是动能转弱、部分经济体硬着陆风险值得关注。Q3 报告中通胀相关措辞有所弱化，保留全球通胀仍维持高位表述。全球经济形势相关措辞明显强化，指出世界经济活动普遍放缓，强调要高度警惕经济下行压力在全球更广泛范围蔓延的风险。IMF 预计有季度预测的 72 个经济体中有 31 个（占 43%）将在 2022-2023 年间经历技术性衰退，占全球 GDP 份额达三分之一。美国白宫预算管理办公室将今年美国经济增速预测从 3.8% 下调至 1.4%。

海外经济体货币政策方面，主要发达经济体仍延续收紧态势，其中美联储自 6 月份以来的激进加息（连续 4 次加息 75bp），应当是央行所强调的“多重超预期因素”之一。此外央行还指出，主要发达经济体央行货币政策在稳物价和稳增长之间艰难权衡。

**第二，对于国内经济形势的判断更加积极。**央行肯定了 2022 年前三季度经济工作取得的成效，国民经济顶住压力持续恢复向好，我国建新发展格局的要素条件较为充足，有效需求的恢复势头日益明显。但也指出经济恢复的基础还不牢固，一方面是全球经济复苏动能趋弱，外需回落或拖累我国出口增速持续下行。另一方面是国内居民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等多方约束。中长期来看，还面临人口老龄化、低碳转型等挑战。

图 1：2022Q3 居民储蓄意愿依然处于历史高位



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**第三，未来政策基调也更加积极，新提“推动经济实现量的合理增长”。**稳字当头、稳中求进，加大稳健货币政策实施力度等政策总基调未发生改变。但与 Q2 报告相比，Q3 报告中支持经济增长的态度更加明确。相关表述上，Q2 报告是“保持经济运行在合理区间”，Q3 报告则是“巩固和拓展经济回稳向上趋势”。Q2 报告强调经济结构转型和高质量发展，Q3 报告则在此基础上，进一步提出“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”。此外，“管好货币总闸门”、“保持宏观杠杆率基本稳定”等限制性表述，在 Q3 报告中也未有提及。

其他重要表述上，Q3 报告继续未提逆周期调节，延续了 Q2 报告中“搞好跨周期调节，兼顾三个均衡”表述。我们在 2022Q2 货政报告解读中已有论述，三个均衡中的短期和长期均衡指向确保短期目标实现，已含有“逆周期调节”之意。综合来看，央行依然把稳增长放在更加突出的位置，货币政策基调尚未转向。

第四，央行高度重视未来通胀升温的可能性，但也肯定了我国具备保持物价稳定的有利条件。Q2 报告对国内通胀的表述为“密切关注形势变化”，Q3 则升级为“高度重视未来通胀升温的可能性”、“警惕未来通胀反弹压力”。我们认为这并非意味着通胀将对货币政策形成明显制约，因为央行同时也指出“物价涨幅总体温温和”，也肯定了我国具备保持物价稳定的有利条件，包括国内经济总供求大体平衡、货币政策稳健、产业链、供应链运转较为通畅，居民通胀预期平稳等。

央行对于未来国内通胀的担忧主要有三个方面：

一是发达经济体高通胀粘性所造成的输入性通胀压力。输入性通胀压力主要来自能源和粮食商品，我国对原油、部分农产品（如大豆）依然有较高的进口依赖度。从目前形势来看，国际能源价格已有所回落，粮食价格初步企稳。基于全球能源和粮食价格同涨同跌（能源价格更加领先，机制在于化肥联动，以及能源价格是粮食运输成本中的一部分）的历史特征，以及全球经济存在下行风险，未来输入性通胀压力有望缓解。

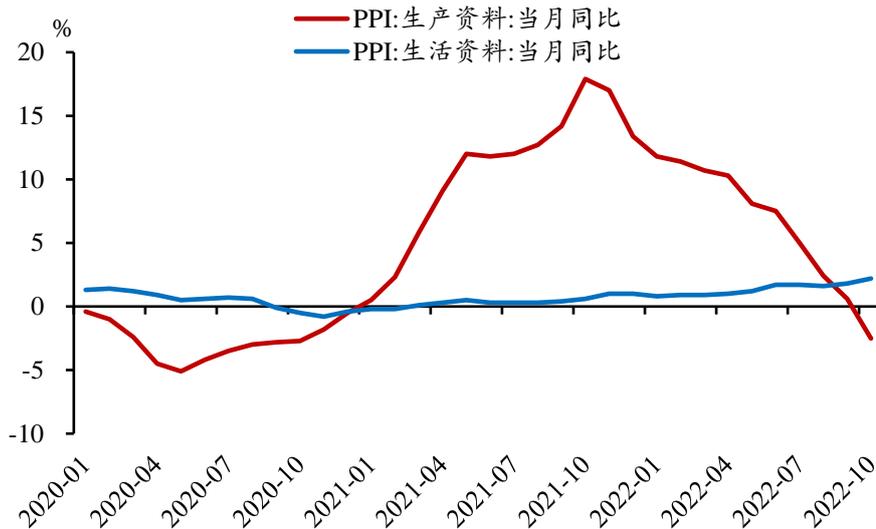
二是国内总需求进一步复苏升温。这与央行“有效需求恢复势头日益明显”的判断是相吻合的，随着疫情防控更加精准后，消费动能可能快速释放，或推动前期 PPI 上涨向 CPI 的传导加快。今年 1-10 月份，我国 PPI 中生产资料涨幅由 11.8% 降至 -2.5%，但生活资料涨幅由 0.8% 逐月上行至 2.2%。

三是猪肉价格上涨可能加大结构性通胀压力。冬季猪肉采购需求旺盛，同时还有春节错位等因素。

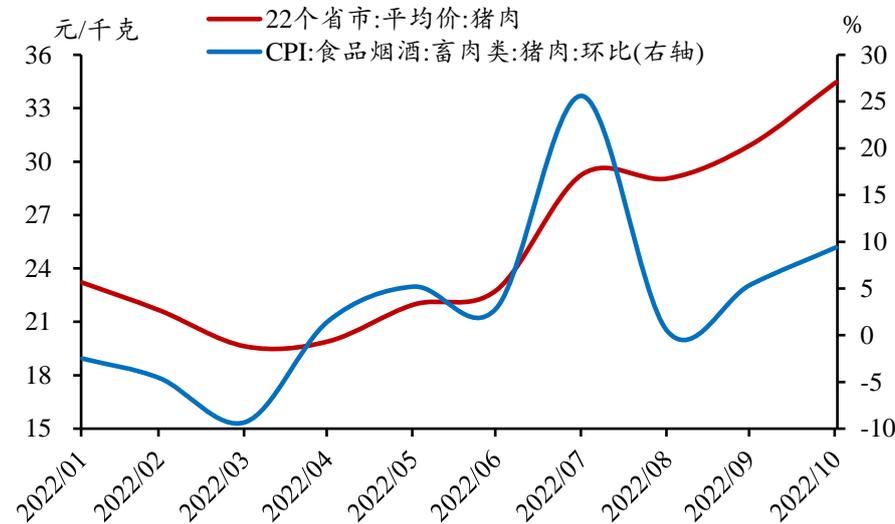
图 2：原油价格率先回落，国际粮食价格初步企稳



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 3：前期生产资料价格上涨向生活资料的传导加快**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 4：猪肉价格上涨可能加大结构性通胀压力**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**第五，未提“引导市场利率围绕央行政策利率平稳运行”，年内依然是流动性的友好窗口。**今年4-10月，DR007较7天逆回购利率、同业存单收益率较MLF利率明显偏离，银行间流动性偏松。在此背景下，Q2报告中删除了“引导市场利率围绕央行政策利率平稳运行”表述，Q3继续未提及。此外央行还强调要“为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”。

宽信用预期下，近期市场对于流动性收紧的担忧加剧，体现在资金利率快速向政策利率回归、债市大幅调整等。回归基本面逻辑，年内的流动性实际上有多项补充渠道，包括PSL、各项再贷款工具、财政支出等。未来资金或加速进入实体，但渠道主要是企业中长贷，短期内房地产融资显著修正的空间有限。在再贷款工具支持下，银行投放中长期贷款所造成的流动性消耗能够获得回补。结合央行在Q3报告中的表态，我们判断年内依然是流动性的友好窗口。

**图 5：企业中长贷已进入回升期**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**第六，央行加码结构性货币政策，将更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能。**Q3 报告中央行披露了很多关于再贷款工具的增量信息，一是 10 月增加科技创新再贷款额度 2000 亿元，进一步加大对科技创新企业的支持力度。二是披露了截至三季度末的各项工具使用情况，其中碳减排支持工具、煤炭清洁专项再贷款已累计投放 2469 亿元、578 亿元。相比之下，7 月份开始投入使用的科创再贷款明显进度更快，已累计投放 800 亿。下一步，央行将继续投放科技创新、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。

**图 6：各项结构性货币政策工具及实施细则**

项目	碳减排支持工具	煤炭清洁高效利用专项再贷款	科技创新专项再贷款	普惠养老专项再贷款	交通物流领域专项再贷款	设备更新改造专项再贷款
额度	8000亿元	3000亿元	4000亿元	400亿元	1000亿元	2000亿元以上
余额(截至2022年9月末)	2469亿元	578亿元	800亿元	4亿元	103亿元	10月开始申请使用
适用金融机构	21家全国性金融机构	工农中建交、开发银行、进出口银行	21家全国性金融机构	工农中建交、开发银行、进出口银行	工农中建交、邮储、农发行	21家全国性金融机构
央行支持比例	贷款本金60%	贷款本金100%	贷款本金60%	贷款本金100%	贷款本金100%	贷款本金100%
申请机制	先贷后借，按季操作	先贷后借，按月操作	先贷后借，按季发放		先贷后借，按月发放	
投向要求	碳减排重点领域(清洁能源、节能环保和碳减排技术)内的各类企业	煤炭安全生产和储备领域、煤电企业电煤保供领域	“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业等	普惠养老领域	“两企+两个”：道路货运运输企业、中小微物流配送和快递企业、道路普通货运运输个体工商户、个体货车司机	教育、卫生健康、文旅体育、实训基地、充电桩、城市地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型、重点领域节能降碳改造升级、废旧家电回收处理体系等10个领域设备购置与更新改造
资金利率	1.75%					
期限	期限1年，可展期2次，每次展期期限1年					
实施期	目前实施期为2021年到2022年末	-	实施期暂定两年	目前实施期为2022年	2022年9月1日-12月31日	
市场利率	与同期限档次贷款市场报价利率(LPR)大致持平，其中1-5年期贷款利率不高于5年期LPR	低成本资金支持	与同期限档次贷款市场报价利率(LPR)大致持平	鼓励银行机构按市场化原则降低贷款利率	不高于3.2%，财政贴息2.5%	

资料来源: 中国人民银行, 信达证券研发中心

**第七，9月末利率低于LPR的贷款占比进一步提升，央行强调“降低个人消费信贷成本”。**9月一般贷款中利率低于LPR的贷款占比升至34%，为年内新高，利率高于LPR的贷款占比普遍出现下调，共计60.8%，为年内新低。一方面反映了政策引导的效果，包括存款利率改革、结构性工具支持金融机构降低市场投放利率等。另一方面也显示出银行为推动降低贷款利率付出了切实努力，9月中旬，部分全国性银行主动下调存款利率，带动其他银行跟进调整。三季度人民币贷款加权平均利率进一步下行，其中一般贷款降至4.65%，企业贷款降至4.00%，个人

住房贷款降至 4.34%。

图 7：9 月一般贷款中利率低于 LPR 的贷款占比进一步提升

单位：%

月份	减点	LPR	加 点					
			小计	(LPR, LPR+0.5%)	[LPR+0.5%, LPR+1.5%)	[LPR+1.5%, LPR+3%)	[LPR+3%, LPR+5%)	LPR+5% 及以上
1 月	24.15	6.72	69.14	18.20	23.88	12.90	7.74	6.41
2 月	27.19	6.79	66.02	16.55	21.39	11.76	7.72	8.61
3 月	25.42	7.63	66.95	17.18	22.95	13.24	7.40	6.18
4 月	24.79	6.89	68.31	15.92	22.44	13.66	8.37	7.92
5 月	28.40	6.60	65.00	16.07	21.24	12.75	7.63	7.32
6 月	29.80	7.82	62.39	17.15	20.98	12.10	6.64	5.52
7 月	30.37	6.21	63.41	15.95	19.96	12.38	7.54	7.58
8 月	30.55	5.16	64.29	17.60	19.57	12.08	7.76	7.27
9 月	34.03	5.22	60.75	17.85	19.32	11.21	6.76	5.60

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

**第八，央行对待人民币汇率的态度明确，坚持由市场发挥决定性作用，认为人民币汇率保持基本稳定有坚实基础。**央行在专栏 4 中详细讨论了汇率相关问题，一是给出了“人民币币值在全球而言仍保持了稳定”的判断，强调“加权平均利率相比双边汇率而言，能够更加全面客观地反映一国货币的价值变化”。这意味着在人民币对一篮子货币保持稳定的情形下，央行能够容忍人民币对美元汇率的弹性加大。二是认为未来人民币汇率保持基本稳定有坚实基础，依据有国内经济基本面稳中向好、国际收支大盘基础坚实、外汇储备居世界首位等。

## 二、Q3 货币政策执行报告表述变化一览

图 8：2022Q3 货币政策执行报告较 2022Q2 的重要表述对比

	2022Q3	2022Q2
全球经济展望	全球通胀仍维持高位，主要发达经济体货币政策延续收紧态势， <b>在稳物价和稳增长之间艰难权衡</b> ，叠加地缘政治冲突、疫情蔓延和能源食品危机等诸多因素扰动， <b>世界经济活动普遍放缓</b> ，金融市场大幅震荡，潜在风险值得高度警惕。 主要发达经济体货币政策延续收紧态势，部分新兴经济体继续加息。 <b>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泛范围蔓延的风险，金融体系脆弱性不断积累，潜在风险不容忽视。</b>	<b>当前高通胀正在成为全球经济发展的最大挑战</b> ，主要发达经济体央行加快加码收紧货币政策，叠加疫情反复、地缘政治冲突、能源粮食危机等影响， <b>世界经济增长动能转弱</b> ，金融市场震荡和 <b>部分经济体硬着陆的风险值得关注</b> 。 主要发达经济体货币政策加快收紧，部分新兴经济体继续加息。 <b>高通胀已成为当前全球经济发展的最主要挑战，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。</b>
国内经济展望	2022年前三季度，面对复杂严峻的国内外形势和 <b>多重超预期因素冲击</b> ，各地区各部门高效统筹疫情防控和经济社会发展，加快落实稳经济一揽子政策和接续措施， <b>国民经济顶住压力持续恢复向好</b> 。 当前外部环境更趋复杂严峻，海外通胀高位运行， <b>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</b> 。但要看到，我国构建新发展格局的要素条件较为充足， <b>有效需求的恢复势头日益明显</b> ，经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有改变。 <b>物价涨幅总体温和，但要警惕未来通胀反弹压力。</b>	2022年上半年，受国际环境复杂多变、国内疫情散发等超预期因素影响， <b>我国经济下行压力加大</b> 。各地区各部门高效统筹疫情防控和经济社会发展， <b>加大宏观政策调节力度</b> ，5月以来，随着疫情防控取得积极成效，一系列稳增长措施 <b>成效显现，经济运行呈现企稳回升态势</b> 。 <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</b> 。但要看到，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， <b>推动经济高质量发展具备诸多有利条件</b> 。 <b>全年物价水平将保持总体稳定，但要警惕结构性通胀压力。</b>
政策基调	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，巩固和拓展经济回稳向上态势， <b>推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。</b>	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， <b>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</b> ，保持经济运行在合理区间， <b>力争实现最好结果</b> ，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。
调控目标	<b>加大稳健货币政策实施力度</b> ，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、更高质量的支持。保持流动性合理充裕，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8000亿元新增信贷额度， <b>引导商业银行扩大中长期贷款投放</b> ，保持货币供应量和社会融资规模合理增长， <b>力争经济运行实现更好结果。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>加大稳健货币政策实施力度</b> ，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</b> ，坚持不搞“大水漫灌”， <b>不超发货币为实体经济提供更有力的、更高质量的支持</b> 。保持流动性合理充裕，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， <b>保持货币供应量和社会融资规模合理增长，力争经济运行实现最好结果</b> 。密切关注国内外通胀形势变化，不断夯实国内粮食稳增产、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。
货币政策展望	综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社融规模合理增长， <b>为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>结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退。保持再贷款、再贴现政策稳定性。</b>	综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社融规模合理增长， <b>力争经济运行实现最好结果</b> 。 <b>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。</b>
社融/M2	<b>保持货币供应量和社会融资规模合理增长。</b>	<b>保持货币供应量和社会融资规模合理增长。</b>
实体经济	落实落细已有金融政策措施。继续支持金融机构对符合条件的 <b>贷款实施延期还本付息</b> ，持续开展小微企业信贷政策导向效果评估。督促指导金融机构加快建立金融服务小微企业敢贷愿贷长效机制，提高小微企业融资可得性和便利性。接续全面推进乡村振兴，指导金融机构优化资源配置，推进金融产品和服务创新，切实加大对“三农”领域金融支持力度。 <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和资金支付，支持项目配套融资，扎实推动形成更多实物工作量。</b>	继续推动已出台金融政策 <b>落实落细</b> 。抓好扎实稳住经济的一揽子 <b>政策措施落实</b> ，鼓励对中小微企业和个体工商户、货车司机贷款等实施延期还本付息， <b>继续推动金融机构落实好疫情防控和经济社会发展金融服务23条措施以及促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策</b> ，提高中小微企业融资可得性和便利性。指导金融机构加快落实《关于推动建立金融服务小微企业敢贷愿贷长效机制的通知》，提升服务小微企业的意愿、能力和可持续性。持续开展小微企业信贷政策导向效果评估，强化评估结果运用。聚焦乡村振兴重点领域，指导金融机构优化资源配置，推进金融产品和服务创新，切实加大“三农”领域金融支持力度。依法合规用好3000亿元政策性开发性金融工具， <b>推动新增的8000亿元开发性政策性银行信贷额度及时投放，引导商业银行、社会资金等跟进提供融资支持，加快推动基础设施建设和重大项目形成实物工作量，发挥好稳投资积极作用。</b>
补充银行资本	健全可持续的资本补充机制，多渠道补充商业银行资本，加大对中小银行发行永续债等资本补充工具的支持力度，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。	健全可持续的资本补充机制，多渠道补充商业银行资本，加大对中小银行发行永续债等资本补充工具的支持力度， <b>提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力。</b>
信贷政策	<b>保持货币信贷平稳适度增长</b> 。完善货币供应调控机制，持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束，引导金融机构按照市场化法治化原则， <b>加大对实体经济的信贷支持力度。</b>	<b>保持货币信贷平稳适度增长</b> 。完善货币供应调控机制，持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束， <b>引导金融机构按照市场化、审慎经营原则，加大对实体经济的信贷支持力度。</b>
贷款利率	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，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，持续释放贷款市场报价利率（LPR）改革效能， <b>推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本</b> 。	持续深化利率市场化改革，发挥贷款市场报价利率（LPR）改革效能，增强信贷市场竞争性。优化存款利率监管，建立存款利率市场化调整机制，维护市场良好竞争秩序，稳定银行负债成本， <b>继续推动降低贷款利率。</b>
汇率	深化利率、汇率市场化改革， <b>以我为主兼顾内外平衡</b> 。 稳步深化汇率市场化改革，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，增强人民币汇率弹性， <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， <b>保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定</b> ，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。	<b>深化利率、汇率市场化改革，以我为主兼顾内外平衡</b> 。 稳步深化汇率市场化改革，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， <b>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功能。加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</b>
防风险	统筹做好经济发展和风险防范工作，保持金融体系总体稳定， <b>建立健全金融风险防范、预警和处置机制，坚决守住不发生系统性金融风险的底线</b> ，维护好广大人民群众的利益。	遵循市场化法治化原则，统筹做好经济发展和风险防范工作，保持金融体系总体稳定， <b>坚决守住不发生系统性金融风险的底线。</b>

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

## 风险因素

---

疫情再度恶化，国内政策不及预期等。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准20%以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。