

通胀反弹预期下更加注重结构工具 继续引导银行扩大中长期贷款规模

——三季度货币政策执行报告点评



2022年11月16日，央行发布《2022年第三季度中国货币政策执行报告》（以下简称“《报告》”），认为受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重约束，国内经济恢复基础尚不牢固，在此背景下，仍需加大稳健货币政策实施力度，在未来通胀或有所升温下，也坚决不搞“大水漫灌”，在二十大强调“守住不发生系统性风险底线”下，货币政策将更加注重稳增长和防风险，或继续强化结构性工具的使用力度，再贷款、PSL等工具或进一步丰富。同时，央行也将继续指导政策性银行用好政策性开发性工具，在完成政策性工具资金投放的基础上，或通过加强信贷考核、引导商业银行创新重点领域信贷产品等方式扩大商业银行中长期贷款投放规模，结合二十大会议精神，基建、制造业、科技、绿色低碳等领域或是后续重点支持方向。

一、货币政策更加关注通胀压力，继续强化结构性工具的使用力度

今年以来，海外货币政策收紧、国内疫情反复、市场信心不足等内外部扰动因素增加，宏观经济下行压力较大，在一系列稳增长政策陆续落地的背景下，三季度经济虽有所回升，但修复基础仍不稳固，在此背景下，此次《报告》延续“加大稳健货币政策实施力度”的总体基调，但同时，与二季度报告相比，进一步强调“警惕未来通胀反弹压力”，并新增“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”的表述，后续货币政策或更加关注通胀风险。受基数效应以及季节性因素影响，10月CPI同比较前值回落0.7个百分点至2.1%，但考虑到输入通胀压力、冬季猪肉等进入消费旺季，后续通胀或有所升温：一方面，地缘政治冲突下，全球能源供应或仍呈短缺状态，输入性通胀压力依然存在；另一方面，冬季猪肉采购和采暖需求旺盛，通胀水平或受季节性因素影响，叠加疫情防控政策优化后，消费需求或



联络人

作者：

中诚信国际 研究院

王晨 010-66428877-319

chwang01@ccxi.com.cn

汪苑晖 010-66428877-281

yhwang@ccxi.com.cn

中诚信国际研究院 副院长

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

【7月利率债运行分析与展望】逆回购缩量资金利率低位运行，短期内收益率上行动力或不足，2022年8月

【货币政策及利率债2022年下半年展望】宽货币下资金价格全面调降，收益率中枢或小幅上行至2.9%，2022年7月

【热点点评】货币政策以我为主兼顾内外平衡，经济趋弱结构性工具将继续加码，2022年5月

【4月利率债运行分析与展望】全面降准落地资金利率整体下行，美国加息但收益率上行或仍受限，2022年5月

【货币政策及利率债一季度回顾与展望】货币政策靠前发力降准将落地，下半年收益率中枢或有所抬升，2022年4月

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731

gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

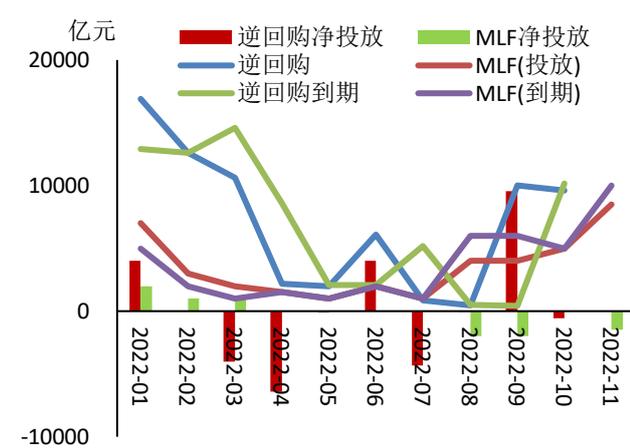
加速释放，或加大短期结构性通胀压力；此外，考虑到目前我国 M2 增速处于相对高位，若总需求进一步回暖或带来滞后效应，从而加剧通胀压力。从操作看，通胀升温隐忧下《报告》继续强调货币政策不搞“大水漫灌”、不超发货币，与二季度报告相比，删除“发挥好货币政策工具的总量和结构双重作用功能”、“提振信心”等表述，我们认为，总量工具的使用力度或有所弱化，后续或更加注重发挥结构性货币政策工具的精准导向作用，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的行业、市场主体的支持，不排除 PSL、再贷款等工具进一步丰富的可能性。

二、公开市场操作更加灵活精准，年末流动性仍保持合理充裕

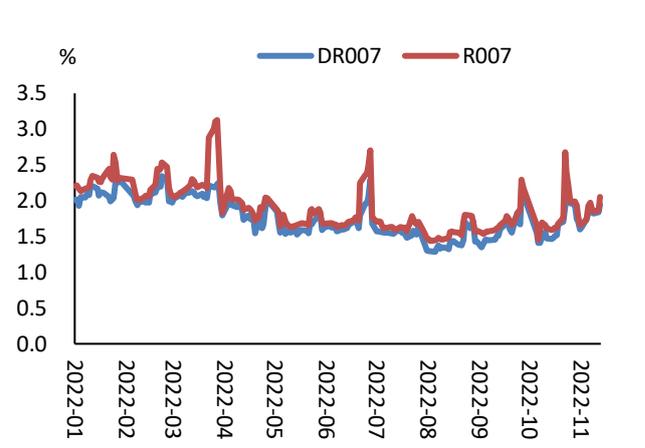
与二季度报告相比，本次《报告》新增“为巩固经济回稳向上态势、做好年末经济工作提供适宜的流动性环境”的表述，在经济修复仍面临一定不确定性的背景下，预计后续流动性仍将保持合理充裕；但考虑到此前资金利率较低，在不搞大水漫灌的前提下，公开市场操作将更加谨慎精准，资金面或较此前边际收紧。事实上，从今年下半年开始，公开市场操作就开始有所调整，于 7 月起开启逆回购地量投放的操作风格，并根据流动性需求加大跨节时点的投放力度，多数月份公开市场净回笼资金。从 MLF 来看，4 月起，在资金利率持续低位的背景下，央行开始等量或缩量续作当月到期 MLF，缩量续作时间为降息后的 8-9 月以及具有万亿 MLF 到期的 11 月，体现了央行公开市场谨慎精准的操作风格。从资金利率看，在公开市场操作地量投放以及政策引导银行加大信贷投放的背景下，自 9 月起资金利率稳步回升，9 月、10 月、11 月上半月 DR007 均值分别为 1.60%、1.65%、1.78%，且部分时点上行至 7 天逆回购利率（2.0%）以上。我们认为，在总体通胀升温可能性加大、市场利率仍相对较低的背景下，后续公开市场操作仍将保持谨慎精准，并视流动性需求灵活调整，引导市场利率向政策利率回归，资金利率中枢或较此前进一步上升，大幅低于政策利率的概率或有所降低。但对于年末跨节时点取现需求增加、资金面或边际收紧的情况，央行或通过重启 14 天逆回购、加大公开市场投放力度等维护资金面稳定，若经济修复不达预期，不排除（定向）降准的可能性，为支持实体经济复苏提供适宜的金融环境。

图 1：公开市场操作

图 2：今年以来资金利率走势



数据来源：Wind, 中诚信国际整理



数据来源：Wind, 中诚信国际整理

三、继续用好政策性开发性工具，强调引导商业银行扩大中长期贷款投放

今年以来，政策性银行新增 8000 亿元信贷额度、并设立政策性开发性工具支持基础设施项目融资。根据 11 月 16 日发改委月度例行新闻发布会数据，7399 亿元政策性开发性金融工具资金已全部投放完毕，支持的项目大部分已开工建设，为稳基建稳增长提供了有力支持。此次《报告》继续表示“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”，并着重强调“引导商业银行扩大中长期贷款投放”，与我们三季报¹中“促使商业银行配套贷款尽快落地”的基调基本一致。后续来看，在政策性开发性工具落地、稳信贷需求仍存的背景下，引导商业银行加大信贷投放或是后续央行稳信贷的重要方式之一，或通过加大信贷考核、引导商业银行创新信贷产品等方式为重点领域提供资金支持；同时，对于超额完成贷款目标的商业银行，或存在定向降低法定存款准备金率的可能性。从支持领域看，在前期政策持续基础设施建设的背景下，下半年基建投资增速持续上升，目前已处于较高水平，10 月基建投资累计同比达 11.39%。结合二十大会议精神，城市更新、乡村振兴、环境治理等基础设施建设或是关系国计民生的重要领域，金融支持力度或仍保持在较高水平。除此之外，制造业、科技、绿色低碳、小微企业也是二十大重点提及的发展方向，预计商业银行对这些领域的信贷支持力度将进一步加大，中长期贷款投放规模或进一步上升。尤其值得注意的是，此次《报告》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”的表述，在当前部分微观主体仍面临较大经营压力的背景下，预计央行后续或进一步加大小微企业以及民营企业的融资支持，在近期延长小微企业贷款延期还本付息、民企融资第二只箭落地等措施的基础上，或存在新增政策出台支持相关领域融资的可能性。

¹ 参见中诚信国际报告《“总量+结构”工具持续发力，收益率或围绕 2.75% 中枢波动——货币政策及利率债 2022 年前三季度回顾与下阶段展望》，2022 年 10 月

附表：货币政策执行报告表述对比

	2022年三季度货币政策执行报告	2022年二季度货币政策执行报告
世界经济金融形势	<p>经济增长动能依然承压。全球通胀仍处高位。劳动力供给尚在缓慢恢复。国际金融市场大幅震荡。主要发达经济体货币政策延续收紧态势。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。</p>	<p>经济增长动能放缓。全球通胀高位运行。劳动力市场结构性供给短缺仍存，需求也边际放缓。国际金融市场波动加剧。主要发达经济体货币政策加快收紧。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。</p>
中国宏观经济形势	<p>2022年前三季度，面对复杂严峻的国内外形势和多重超预期因素冲击，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，国民经济顶住压力持续恢复向好。消费有所改善，投资稳中有升，进出口较快增长。农业生产形势稳定，工业生产恢复加快，服务业持续恢复。居民消费价格温和上涨，生产价格涨幅继续回落。</p>	<p>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，我国经济下行压力加大。消费边际改善，投资持续增长，进出口增长较快。工业生产较快增长，服务业持续恢复。居民消费价格温和上涨，生产价格涨幅持续回落。全年物价仍可实现预期目标，但应警惕结构性通胀压力。</p>
中国宏观经济展望	<p>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。一方面，发达经济体通胀粘性较强，收紧货币政策的取向短期仍可能延续，全球经济复苏动能趋弱。另一方面，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，人口老龄化、低碳转型等中长期挑战也不容忽视。但要看到，我国构建新发展格局的要素条件较为充足，有效需求的恢复势头日益明显，经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有改变。物价涨幅总体温和，但要警惕未来通胀反弹压力。</p>	<p>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。一方面，疫情前全球经济“低通胀、低利率、低增长、高债务”的“三低一高”局面正在发生根本性转变，特别是高通胀问题正成为多数经济体面临的巨大挑战。主要发达经济体加快收紧货币政策，通过外贸外资、汇率波动和金融市场等渠道给新兴经济体带来的溢出影响明显加大全球经济活动边际放缓、部分经济体硬着陆风险增加。另一方面，国内消费恢复面临居民收入不振、资产负债表受损和消费场景受限等挑战积极扩大有效投资还存在一些难点堵点，服务业恢复基础尚不牢固，青年人就业压力较大稳经济还需付出艰苦努力。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，推动经济高质量发展具备诸多有利条件。全年物价水平将保持总体稳定，但要警惕结构性通胀压力。</p>

下阶段政
策思路

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。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，引导商业银行扩大中长期贷款投放**，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**，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。落实好普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流、设备更新改造专项再贷款，**强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的行业、市场主体的支持**。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。继续深化利率市场化改革，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，释放贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业融资和个人消费信贷成本。密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡。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，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，坚持底线思维，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。

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利、更高质量的支持。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**，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。**密切关注国内外通胀形势变化**，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。结构性货币政策工具积极做好“加法”，加大普惠小微贷款支持力度，支持中小微企业稳定就业，用好支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款和碳减排支持工具，**促进金融资源向重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的行业、市场主体倾斜，培育新的经济增长点**。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**。密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡。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，坚持底线思维，加强跨境资金流动宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , ChaoyangmenneiAvenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>