

央行四季度货币政策执行报告点评

关注信贷增长的稳定性和持续性

北京时间2月24日，央行发布2022年四季度货币政策执行报告。本次报告整体来看较上个季度变动不大，仍保持了“不搞大水漫灌”、“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”、“以我为主”等表述。结合货币政策操作和市场导向来看。我们认为后续货币政策操作将会更加偏向于推出支持扩大内需的有关政策，货币工具仍以政策性开发性金融工具和结构性工具为主，流动性有所收敛维持在中性水平，市场利率围绕政策利率波动成为常态。

- **通胀预期保持温和。**本次报告中，央行对于通胀的表述较为温和，删去了“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”，修改为“警惕未来通胀反弹压力”。短期来看国内通胀压力总体仍然可控，主要原因在于有效需求不足，下一阶段扩内需仍是经济复苏重心。同时央行提到“海外高通胀也可能通过生产、流通等环节向国内传导”，再次强调了发达经济体通胀粘性较强，需警惕外部通胀压力的传导。
- 关于扩内需问题，专栏4中央行重点介绍了居民消费修复问题，提到“不便、不愿、不敢消费”是近三年消费动能放缓的原因，2023年上述三大因素有望缓解，但“新市民和农民工的社保覆盖、失业和社会保险的全国调剂和统筹等影响居民消费的中长期因素”也需要进一步改善。随着经济修复，各方面政策累计效果还在逐步显现，未来消费修复的强度也决定了通胀预期的水平。
- **强调信贷增长的稳定性和持续性。**本次报告中，央行再次强调保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，这一思路贯穿过去五年，但边际上来看本次报告着重于强调“增强信贷总量增长的稳定性和持续性”，同时删去了“持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束”。这一改动可理解为制约信用扩张的三大约束目前有所缓解，且更需要注意信用扩张的连续性。实践来看银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束相对缓解，2023年1月企业中长贷为3.5万亿元，达到央行合意水平，在这一背景下，信贷增长能否保持稳定成为下一阶段信用扩张的重点。
- **流动性回归中性。**本次报告重新提出“引导市场利率围绕政策利率波动”。2月以来银行间流动性明显收紧，其中银行间质押式回购隔夜加权利率一度上行至2.6008%，存款类机构质押式回购利率中枢也抬升至7日逆回购利率以上。资金面波动主要原因在于信用扩张对于超储的消耗，但央行对于资金面波动更多采取短期资金投放而非中长期资金，央行于2月15日小幅增量平价投放4990亿元中期借贷便利，且并未采取降准操作，表明目前市场利率围绕政策利率上下波动处于央行合意水平。
- **风险提示：**全球通胀上行过快；流动性回流美债；地产修复不及预期。

相关研究报告

《专题报告：超额储蓄转化的后续展望》
20230217

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229353

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

北京时间 2 月 24 日，央行发布 2022 年四季度货币政策执行报告，我们认为以下三方面边际变化值得关注。

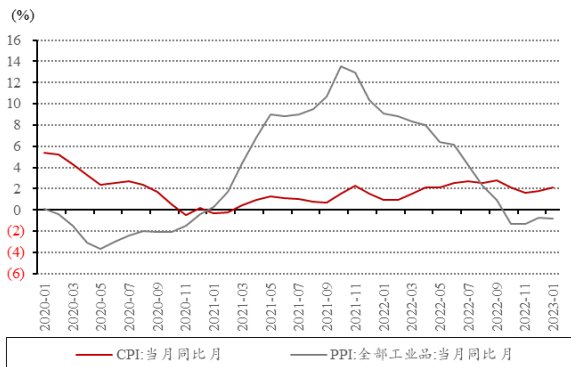
通胀预期保持温和

本次报告中，央行对于通胀的表述较为温和，删去了“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”，修改为“警惕未来通胀反弹压力”。短期来看国内通胀压力总体仍然可控，主要原因在于有效需求不足，下一阶段扩内需仍是经济复苏重心。同时央行提到“海外高通胀也可能通过生产、流通等环节向国内传导”，再次强调了发达经济体通胀粘性较强，需警惕外部通胀压力的传导。

关于扩内需问题，专栏 4 中央行重点介绍了居民消费修复问题，提到“不便、不愿、不敢消费”是近三年消费动能放缓的原因，2023 年上述三大因素有望缓解，但“新市民和农民工的社保覆盖、失业和社会保险的全国调剂和统筹等影响居民消费的中长期因素”也需要进一步改善。随着经济修复，各方面政策累计效果还在逐步显现，未来消费修复的强度也决定了通胀预期的水平。

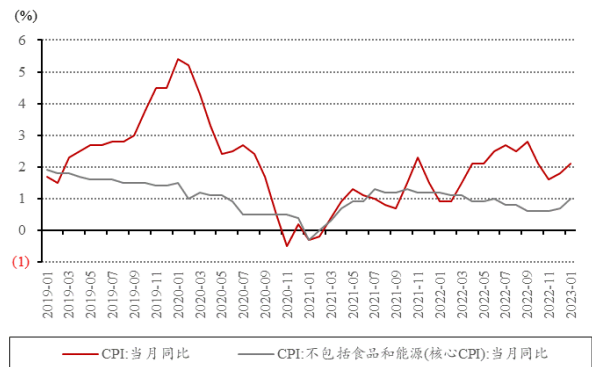
此外，专栏 1 中央行介绍了上缴结存利润与正常货币政策空间的关系，其中提及“人民银行在保持资产负债表健康可持续的前提下，依法向财政上缴利润，不会造成财政向央行透支，也不是财政赤字货币化……既保障了央行实现币值稳定、控制通胀的可信度，也确保了央行能够有效履行最后贷款人职责，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”，在此央行重申了维护币值稳定的主要职责，避免了市场对于“财政赤字货币化”的误读。

图表 1. 国内通胀走势



资料来源：万得，中银证券

图表 2. CPI 与核心 CPI



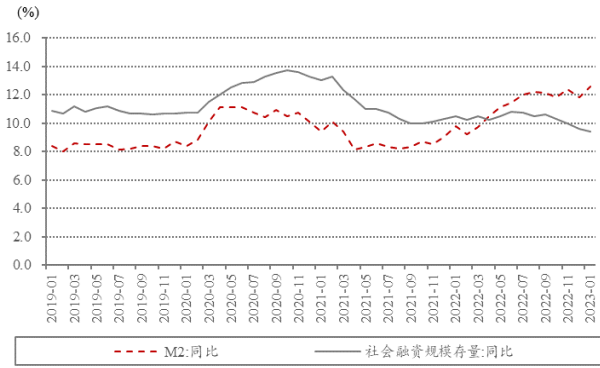
资料来源：万得，中银证券

强调信贷增长的稳定性和持续性

本次报告中，央行再次强调保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，这一思路贯穿过去五年，但边际上来看本次报告着重于强调“增强信贷总量增长的稳定性和持续性”，同时删去了“持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束”。这一改动可理解为制约信用扩张的三大约束目前有所缓解，且更需要注意信用扩张的连续性。

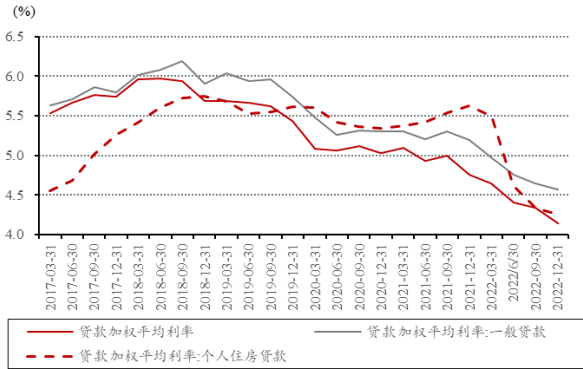
缓解流动性约束的关键在于为银行提供低成本的流动性，2022 年四季度以来央行通过重启 PSL、新设低成本结构性货币政策工具提供了大量低成本流动性注入银行间，包括普惠小微贷款减息支持工具、收费公路贷款支持工具、民企债权融资支持工具、保交楼贷款支持计划。缓解资本约束的关键在于推动银行补充资本，目前来看发行永续债、二级资本债是较好的实践方式。缓解利率约束的关键在于下调政策利率，其中 2022 年 12 月一般贷款加权平均利率为 4.57%，环比下降 0.08 个百分点，同比下降 0.62 个百分点，个人住房贷款加权平均利率为 4.26%，环比下降 0.08 个百分点，同比下降 1.37 个百分点。实践来看银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束相对缓解，2023 年 1 月企业中长贷为 3.5 万亿元，达到央行合意水平，在这一背景下，信贷增长能否保持稳定成为下一阶段信用扩张的重点。

图表 3. 社融-M2 同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 金融机构人民币贷款加权平均利率

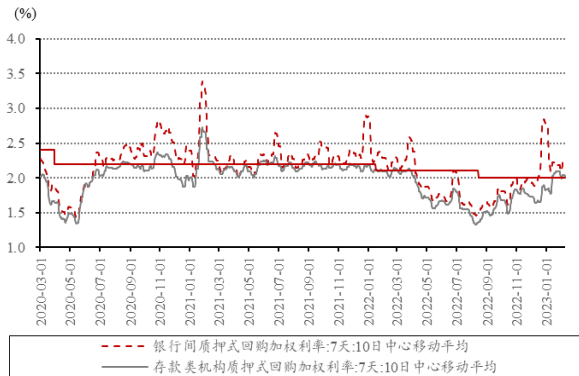


资料来源：万得，中银证券

流动性回归中性

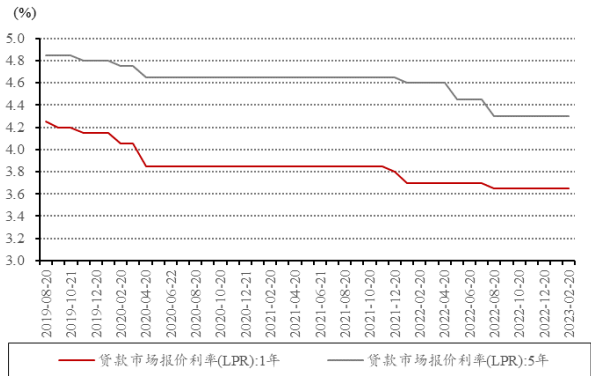
本次报告重新提出“引导市场利率围绕政策利率波动”。2月以来银行间流动性明显收紧，其中银行间质押式回购隔夜加权利率一度上行至 2.6008%，存款类机构质押式回购利率中枢也抬升至 7 日逆回购利率以上。资金面波动主要原因在于信用扩张对于超储的消耗，但央行对于资金面波动更多采取短期资金投放而非中长期资金，央行于 2 月 15 日小幅增量平价投放 4990 亿元中期借贷便利，且并未采取降准操作，表明目前市场利率围绕政策利率上下波动处于央行合意水平。

图表 5. 质押式回购加权利率



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 贷款市场报价利率



资料来源：万得，中银证券

后续的货币政策方向

本次报告整体来看较上个季度变动不大，仍保持了“不搞大水漫灌”、“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”、“以我为主”等表述。结合货币政策操作和市场导向来看。我们认为后续货币政策操作将会更加偏向于推出支持扩大内需的有关政策，货币工具仍以政策性开发性金融工具和结构性工具为主，流动性有所收敛维持在中性水平，市场利率围绕政策利率波动成为常态。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；地产修复不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371