

四季度货政执行报告点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
 yang_fei@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

四季度报告，透露了什么？

事件：

2月24日，央行发布2022年四季度货币政策执行报告，是2005年以来四季度报告中最晚发布的。

央行对国内经济判断更为乐观、海外判断延续谨慎，对通胀关注度依然较高

央行对国内经济判断更为乐观，对海外基本面研判延续谨慎。四季度货币政策执行报告指出，“2023年，我国经济运行有望总体回升，经济循环将更加顺畅”，比第三季度的“国内经济恢复发展的基础还不牢固”进一步增强信心，需要着力扩大内需、稳定外贸，来巩固和拓展经济运行回升势头。相较国内，外部环境依然“严峻复杂”，通胀高位、加息进程尚未见顶等，对国内经济的影响加深。

通胀关注热度依然较高、更加关注供给端压力。三季度，总体通胀风险已成为货币政策关注的焦点之一，更加侧重需求端、提出“M2增速处于相对高位，若总需求进一步复苏升温可能带来滞后效应”；四季度政策表态延续、持续关注通胀反弹压力，但更加关注供给端压力，例如，劳动力市场加速回暖可能对未来工资变化产生影响等。我们在《低估的“通胀”风险》中也提示过，疫情反复下，部分供给收缩严重的领域，容易在需求修复的过程中涨价，需要留意食品端猪肉、非食品端服务等供需紧平衡下的涨价压力。

货币政策“精准有力”、强调结构化激励引导，对信贷投放节奏、持续性关注度较高

货币政策更加强调“精准有力”。相较于第三季度的“加大稳健货币政策实施力度”，四季度报告提出要“加大宏观政策调控力度”，强调“稳健的货币政策要精准有力”，或指向稳增长财政加力、货币配合，更加侧重结构性支持；专栏1中，也明确提出“央行...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”。此外，政策也在引导货币流动性回归常态，四季度报告中新增“引导市场利率围绕政策利率波动”等表述。

“宽信用”背景下，信贷投放节奏、可持续性为政策新增关注点。相较于三季度，四季度报告强调，“增强信贷总量增长的稳定性和持续性”，保持“货币信贷合理平稳增长”。此前年初信贷座谈会就已释放信号，提出要“合理把握信贷投放节奏”等，或与去年下半年信贷单月波动较大等因素有关。除节奏平稳外，信贷可持续性也是关注重点。往后来看，“宽信用”背景下，操作层面或重点在引导运用再贷款等结构性工具和“准财政”作用等；结合顶层设计、及近期政策表态等，或向制造业、科技创新等领域进一步加大支持（详情参见《新时代“朱格拉周期”：来自资金的线索》）。

其他方面：地产基调定力较强，防风险关注度上升、或指向地产、地方债务等相关领域

房住不炒下，稳地产措施更加强化推进“保交楼”，支持并购重组、优质房企改善报表等。与三季度一致的是，四季度报告再度强调“房住不炒”、“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”等。但要做好保交楼、保民生、保稳定的各项工作等，以“确保”房地产市场平稳发展。近期，央行金融工作会议也提及，要积极做好保交楼金融服务，加大住房租赁金融支持等，后续效果还需跟踪。

防风险依然是政策关注重点之一，或指向地产、地方债务等相关领域。在政策基调部分，四季度报告中强调，要统筹金融支持实体经济与风险防范，稳步扩大宏观审慎政策覆盖面等。明确表示要“确保”房地产市场的平稳发展；同时，强调关注重点领域风险，继续按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针，压降存量风险、严控增量风险等，新增“加强金融、地方债务风险防控”等。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

图表1: 2022年四季度与三季度货币政策执行报告主要内容比较

	2022Q3	2022Q4
经济形势分析	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...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...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...有效需求的恢复势头日益明显...全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”...统筹好疫情防控和经济社会发展，继续抓好稳经济一揽子政策和接续措施落地见效，着力推动高质量发展。	展望2023年，我国经济运行有望总体回升，经济循环将更为顺畅...当前外部环境依然严峻复杂，国内经济恢复的基础尚不牢固...发达经济体通胀仍处高位，加息进程尚未见顶，对我国经济的影响加深...从国内看，疫情演进的扰动影响仍需关注，居民储蓄向消费转化的动能有待观察，房地产业转向新发展模式尚需时日，地方财政收支平衡压力持续存在，人口增长红利消退、绿色转型推进等也可能带来中长期挑战...着力扩大国内需求，保持外贸外资稳定，巩固和拓展经济运行回升势头...
政策基调	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力量、更高质量的支持...指导政策性、开发性银行用好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...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...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...坚持底线思维，加强预期管理...维护好广大人民群众的利益。	加大宏观政策调控力度...稳健的货币政策要精准有力。要搞好跨周期调节，既着力支持扩大内需...又兼顾短期和长期、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”...保持信贷总量有效增长...助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应...结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退...推动消费有力复苏，增强经济增长潜能。持续发挥政策性开发性金融工具的作用，更好地撬动有效投资...推动降低企业融资和个人消费信贷成本。密切关注通胀走势变化，支持能源和粮食等保供稳价，保持物价水平基本稳定...增强人民币汇率弹性，优化预期管理...统筹金融支持实体经济与风险防范，稳步推动重点企业集团、中小金融机构等风险化解...
政策展望	保持货币信贷平稳适度增长...保持货币供应量和社会融资规模合理增长，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...灵活开展公开市场操作，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性，稳定市场预期，把握好内、外部均衡... 结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退...确保能源供应安全的同时支持经济向绿色低碳转型，助力科学有序实现碳达峰碳中和目标...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，发挥专项再贷款的精准滴灌、正向激励作用。 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。 牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，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，促进房地产市场平稳健康发展	保持货币信贷合理平稳增长...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...满足实体经济有效融资需求，增强信贷总量增长的稳定性和持续性，密切关国内经济金融走势和主要央行货币政策变化...灵活开展公开市场操作，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性 发挥结构性货币政策工具的激励引导作用...继续并行实施碳减排支持工具和支农支小专项再贷款...运用好科技创新再贷款和设备更新改造专项再贷款...继续实施普惠养老、交通物流等专项再贷款政策...推动保交楼专项借款支持计划落地生效... 推动政策性开发性金融工具加快支付使用，及时跟进配套贷款，强化存续期管理，发挥资金支持项目促投资稳大盘功能... 牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，改善优质头部房企资产负债状况，因城施策支持刚性和改善性住房需求，做好新市民、青年人等住房金融服务，确保房地产市场平稳发展...
	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改革效能...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，加强预期管理，坚持底线思维... 进一步丰富宏观审慎政策框架...丰富宏观审慎政策工具箱...推动提高监管有效性，持续强化金融业务审慎监管和行为监管，加强消费者和投资者保护...压实金融机构及其股东的主体责任、地方属地责任和金融管理部门的监管责任，形成风险处置合力，确保处置措施有效执行和落地。健全金融风险问责机制，对重大金融风险严肃追究问责，有效防范道德风险，坚决守住不发生系统性金融风险的底线	继续推进利率市场化改革，畅通货币政策传导渠道。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，引导市场利率围绕政策利率波动...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，加强预期管理，坚持底线思维，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能... 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。进一步丰富宏观审慎政策框架...丰富宏观审慎政策工具箱，稳步扩大宏观审慎政策覆盖面...密切关注重点领域风险，继续按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针，压降存量风险、严控增量风险...健全金融风险问责机制，对重大金融风险严肃追究问责，有效防范道德风险，坚决守住不发生系统性金融风险的底线...

来源：中国人民银行、国金证券研究所

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402