

“稳”的战略支撑和“进”的战略空间

——国内观察：2022年四季度货币政策执行报告点评

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

投资要点

- **事件：**2月24日，央行发布2022年四季度中国货币政策执行报告，我们认为有以下关注点：
- **经济形势判断相对积极。**相较三季度，四季度报告对国内经济形势判断更偏积极，海外依旧偏谨慎。国内：经济运行有望总体回升，经济循环更为顺畅。疫情防控优化对经济持续回升带来重大积极影响，生产生活秩序将加快恢复，在专栏3中也论述了2023年制约消费回暖的因素有望缓解，消费有望逐步恢复。但也强调了“恢复的基础尚不牢固”，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等，这一系列问题表明短期不必太过担忧宽松货币政策的转向。海外：当前外部环境依然严峻复杂，地缘冲突还在持续，世界经济增长动能减弱，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。
- **货币政策更加强调精准有力。**相较于三季度报告提出的“加大稳健货币政策实施力度”，四季度报告强调“稳健的货币政策要精准有力，整体延续了经济工作会议的精神。专栏2中介绍详细介绍了稳健的货币政策，稳住经济大盘。货币政策要在力度上保持稳健，对应“稳”的战略支撑，结构上精准发力，对应“进”的战略空间。截至2022年年末，结构性货币政策工具的余额约6.4万亿元，约占央行总资产的15%。我们认为，在目前经济已回正轨，但恢复速度仍相对偏慢的情况下，政策进一步扩大总量上宽松力度的必要性降低，但精准的结构性的政策仍有望继续发力，发挥“准财政”的作用。
- **通胀总体温温和。**三季度报告中曾提出“高度重视未来通胀升温的潜在可能性”，四季度报告则指出“预计通胀水平总体温温和，但也要警惕未来通胀反弹压力”，对通胀的表述有所缓和。当前国内经济还处于恢复发展过程中，有效需求不足仍是主要矛盾，产业链、供应链运转通畅，我们认为输入性通胀已进入下行阶段、猪周期难以大幅上行，2023年通胀压力总体可控，不会成为货币政策的掣肘。
- **贷款利率继续下降。**四季度贷款加权平均利率为4.14%，较三季度降低0.2个百分点，再创有统计以来新低。其中，一般贷款加权平均利率为4.57%，环比降0.08个百分点、个人住房贷款加权平均利率为4.26%，环比降0.08个百分点。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，但所处历史低位也可能意味着后续降息的空间在缩小。
- **对于央行上缴利润做出专栏解释。**报告中指出，央行2022年向财政上缴结存利润1.13万亿元，是在完全核销历史成本、健康可持续的资产负债表的基础上，并非财政货币化。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期，地缘局势变化导致输入性通胀压力超预期。

表1 货币政策执行报告对比

	2022 年三季度报告	2022 年四季度报告
总基调	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的支持。	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，为实体经济提供更有力的支持，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”，稳固对实体经济的可持续支持力度。
通胀	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力条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。	预计通胀水平总体保持温和，也要警惕未来通胀反弹压力。 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。
信贷	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。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。	保持信贷总量有效增长 ，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，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，引导金融机构加强对普惠金融、科技创新、绿色发展等领域的金融服务，推动消费有力复苏，增强经济增长潜能。
利率	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。	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 。落实存款利率市场化调整机制，着力稳定银行负债成本。发挥贷款市场报价利率改革效能，推动企业融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。
房地产	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。	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。
专栏	专栏 1 合理看待存贷差扩大 专栏 2 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 专栏 3 阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限 专栏 4 人民币汇率保持基本稳定有坚实基础	专栏 1 央行上缴结存利润支持稳增长 专栏 2 坚持实施稳健货币政策 稳住宏观经济大盘 专栏 3 强化金融稳定保障体系 守住系统性风险底线 专栏 4 我国居民消费有望稳步恢复

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 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数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沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 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沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 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中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](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](http://www.longone.com.cn)
 电话:(8610) 59707105
 传真:(8610) 59707100
 邮编:100089