

宽信用，扩内需——4 季度货币政策执行报告点评

2023 年 2 月 28 日

增持（维持）

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

■ 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。

■ 央行对基本面判断新增“经济运行有望总体回升”，但“基础尚不牢固”。2023 年在疫情放开、经济活动恢复的背景下，全国拼经济，1 月制造业 PMI 为 50.1%，非制造业 PMI 为 54.4%，均处在上升通道。我国经济处于复苏期，但出口下行、房地产仍然疲弱、居民资产负债表仍待修复，因此经济恢复仍需政策发力。

■ 货币政策保持稳健，将“加大力度”改为“精准有力”，延续三重兼顾、不搞“大水漫灌”表述，强调精准性、持续性。一方面为巩固经济回升势头，央行要加大稳健货币政策实施力度，另一方面防风险、抗通胀、稳外汇三种压力仍在，央行延续三重兼顾提法，不搞“大水漫灌”，搞好跨周期调节。在“稳增长、稳就业、稳物价”三重目标下，央行稳健的货币政策从“加大力度”到保持“精准有力”，同时延续跨周期、三重兼顾和不搞“大水漫灌”提法，货币政策增量空间有限，更强调“稳固对实体经济的可持续支持力度”，通过较小的政策成本来稳住宏观经济大盘

■ 流动性合理充裕，重点是结构性货币政策工具，新增保交楼贷款支持计划。年初至今，随着信贷投放加快和财政前置，银行间流动性呈现紧平衡，资金利率整体上行，央行超量开展逆回购和 MLF，保持流动性合理充裕。央行强调结构性工具精准宽信用，除继续落实碳减排、普惠养老、科技创新、设备更新改造再贷款等，新增设立保交楼贷款支持计划，额度 2000 亿元，央行按贷款本金的 100%予以资金支持。截至 2022 年末，结构性货币政策工具余额约 6.4 万亿元，约占人民银行总资产的 15%。

■ 通胀延续“总体温”，有效需求不足仍是主要矛盾，担忧有所缓和。1 月 CPI 同比上涨 2.1%，央行判断当前通胀水平总体温，有效需求不足仍是主要矛盾，相比 Q3 “高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧”的提法，对通胀担忧有所下降。未来不确定性来自消费、生产、劳动力市场复苏以及海外高通胀输入，需密切关注通胀走势变化。

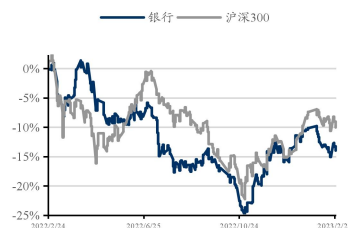
■ 海外经济“通胀回落，加息节奏放缓，下行压力加大”，坚持“以我为主兼顾内外平衡”。央行判断海外通胀水平和加息幅度趋于缓和，但随着加息累积效应释放，全球经济下行压力加大，金融风险加快暴露，仍需关注全球经济增长、资本流动、市场运行等影响。我国汇率贬值压力减轻，仍维持“以我为主兼顾内外平衡”的判断。

■ 利率方面表述变化不大。央行对利率表述基本延续 Q3 提法，优化央行政策利率体系，发挥 LPR 改革效能，推动降低企业融资和个人消费信贷成本。12 月贷款加权平均利率为 4.14%，较 9 月下行 20bp，其中企业贷款和个人住房贷款平均利率分别下行 3、8bp。

■ 货币政策稳健宽松，扩内需是重点。央行 Q4 报告表明态度，经济复苏基础不牢固，需要稳健的货币政策精准有力支持，流动性保持合理充裕，未来重点是政策精准性、信贷持续性、扩内需。对于银行板块，持续宽信用将带动银行信用扩张和资产质量提升，1 月 LPR 维持平稳，延缓银行息差压降节奏。建议关注两条主线，一是区域发展强劲、信贷资源充足、资产质量优异的银行，关注杭州银行、江苏银行、常熟银行、成都银行，二是受益于房地产修复，迎来困境反转的优质银行，例如平安银行、兴业银行。

■ 风险提示：房地产销售回暖和居民消费意愿不及预期。

行业走势



相关研究

《信贷“开门红”，这次能持续吗？——1 月金融数据点评》

2023-02-10

《至暗时刻正在过去，信贷蓄力“开门红”——12 月金融数据点评》

2023-01-10

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢胡翔和曹志楠的指导。

表 1: 2022 年第三季度货币政策执行报告口径变化

	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。
全球经济形势	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，在稳物价和稳增长之间艰难权衡，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，世界经济活动普遍放缓，金融市场大幅震荡，潜在风险值得高度警惕。	近期全球通胀有所回落，但仍处于历史高位。主要发达经济体持续加息缩表进程，世界经济复苏动能减弱，全球金融市场大幅波动。本轮“加息潮”的累积效应还将显现，未来需关注其对全球经济增长、资本流动、市场运行等带来的影响。
国内经济形势	国内经济恢复发展的基础还不牢固。但要看到，我国构建新发展格局的要素条件较为充足，有效需求恢复的势头日益明显，经济韧性强、潜力大、回旋余地广，长期向好的基本面没有改变。	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。也要看到，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。综合来看，我国经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有改变。
流动性管理	综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。	综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕
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。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。
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利条件，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。
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的重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业融资和个人消费信贷成本。

数据来源：央行，东吴证券香港

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及 / 或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

