

精准有力，平稳连续

——《2022 年四季度货币政策执行报告》点评

2 月 24 日，央行发布《2022 年四季度货币政策执行报告》（下称《报告》）。对此我们点评如下：

一、政策立场：精准有力

央行对国内经济形势的判断相对乐观，指出下一步工作重心在于“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”。国际方面，央行认为外部环境“依然严峻复杂”。海外地缘冲突还在持续，高通胀叠加经济增长动能转弱，使得加息进程尚未见顶。国内方面，央行指出，经济运行总体回升但经济恢复的基础尚不牢固。央行强调国内经济发展短期面临四大约束，包括疫情扰动、消费修复动能较弱、房地产模式转换以及地方财政承压，而中长期面临“人口增长红利消退、绿色转型推进”等挑战。值得注意的是，针对疫情三年消费动能放缓、居民存款高增的情况，专栏 4 认为 2023 年制约消费回暖的因素有望缓解，但考虑到居民收入放缓、资产负债表收缩，消费复苏不确定性仍存。中长期看，充分发挥消费的支撑作用对实现经济均衡增长有重要意义，要实现这一目标，既要提升居民的边际消费倾向，又要完善收入分配格局，提升劳动报酬比重。

政策立场上，央行强调“稳健的货币政策要精准有力”，依然坚持三个兼顾：“短期和长期”、“经济增长和物价稳定”、“内部均衡和外部均衡”。《报告》在多处明确货币政策的稳健取向，坚持“不搞大水漫灌”。总量上，央行将广义流动性目标从保持货币供应量和社会融资规模增速“合理增长”调整为“与名义 GDP 增速基本匹配”。信贷方面，针对 1 月份企业新增贷款创历史新高的情况，新增“增强信贷增长的稳

定性和持续性”。同时，在去年成功设立 7,399 亿元政策性开发性金融工具以支持基建投资的基础上，央行强调继续用好该工具，更好“撬动有效投资”。结构上，央行继续要求结构性工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”。报告披露，去年 11 月央行设立保交楼贷款支持计划 2,000 亿元，明确采取“先贷后借”的直达机制；今年 1 月央行新增收费公路贷款支持工具，对收费公路贷款减息 0.5pct。此外，央行将“密切关注”的重点从“主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响”调整为“通胀走势变化”。央行预计通胀水平总体保持温和，但要警惕未来由海外经济体高通胀和大宗商品价格上涨传导而来的通胀反弹压力，相较 Q3 报告中“高度重视未来通胀升温的潜在可能性”的表述有所弱化。

二、政策操作：灵活精准，前瞻有力

四季度，货币政策多措并举、精准发力，保持银行间市场流动性合理充裕，货币市场利率保持低位运行。四季度，央行综合运用降准、中期借贷便利（MLF）、公开市场操作以及结构性货币政策工具等多种方式投放流动性。2022 年年末金融机构超额准备金率为 2.00%，与上年同期持平。四季度，银行间市场存款类机构 7 天期回购加权平均利率均值 1.76%，比去年同期低 41 个基点。《报告》指出“面对主要发达经济体收紧货币政策的挑战，从优先确保国内发展的角度出发，没有选择跟随加息，在降息空间有限的情况下，仍适度引导政策利率下行，确保利率处于合理区间，以首先适配稳定国内需求和就业的需要”。通过适度下调政策利率，带动市场利率中枢下行，切实降低了实体经济债务负担，为稳定宏观经济大盘、保持经济运行在合理区间提供了适宜的流动性环境，充分体现了利率调控“以我为主”的灵活精准。

四季度，公开市场逆回购操作合计投放 3.60 万亿元，高于二季度、三季度操作投放规模，尤其是在疫情防控措施优化初期，疫情感染人数

增多、货币市场交易不确定性加大，央行前瞻性通过 7D、14D 公开市场操作累积投放 1.73 万亿跨年资金，有效稳定银行间市场流动性，年末时点的绝对资金价格、相对资金波动都要低于往年。随着一级市场交易者申报公开市场需求增加，公开市场逆回购利率将进一步发挥对市场利率的引导作用，这也与“引导市场利率围绕政策利率波动”表述相符。

三、其它目标：“降成本”“稳汇率”“防风险”

“降成本”方面，在央行的政策支持和引导下，随着 LPR 改革效能和存款利率市场化调整机制共同发挥作用，企业融资成本进一步降低，贷款加权平均利率再创有统计以来新低。2022 年全年央行引导 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 分别下降 0.15 个和 0.35 个百分点至 3.65% 和 4.30%，不断推动相关贷款利率降低。12 月人民币一般贷款加权平均利率同比下降 62bp 至 4.14%，其中企业贷款加权利率同比下降 60bp 至 3.97%，个人住房贷款利率同比下降 137bp 至 4.26%。合理充裕的流动性推动市场利率继续大幅下行，同期票据利率同比下降 58bp 至 1.60%。

外部均衡方面，央行延续“以我为主兼顾内外平衡”的表述，重申“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。在继续深化对外货币合作的基础上，新增“深化金融合作”及推进“金融市场制度型开放”。

“防风险”方面，报告指出“我国银行业金融机构整体经营稳健，风险总体可控”，下一步将加强银行风险监测预警，实现风险早发现、早处置。专栏 3 总结了近年来我国在“处置重大金融风险”以及“金融稳定制度机制建设”上取得的成效，并指出下一步将“健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，补齐金融风险防范化解制度短板，坚决守住不发生系统性金融风险的底线”。

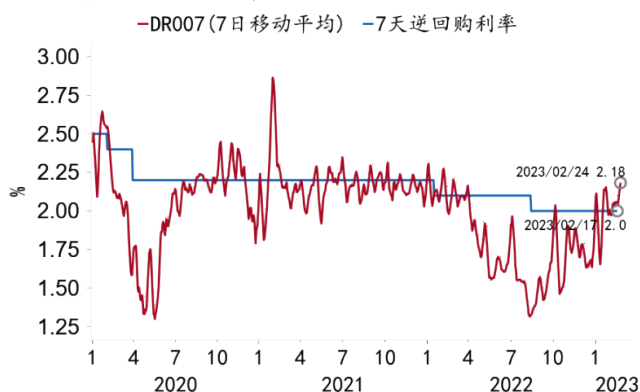
四、小结：精准有力，平稳连续

前瞻地看，未来央行将在不搞“大水漫灌”的前提下，坚持“精准有力”的政策立场，为实体经济提供更有力的支持，并进一步发挥结构性货币政策工具的激励引导作用。同时，随着央行对国内经济的判断朝积极方向边际调整，未来不排除有降准的可能，但降息操作的概率有所下降。

(评论员：谭卓 张巧栩 刁惜今 牛梦琦)

图 1：货币市场利率回归政策利率附近

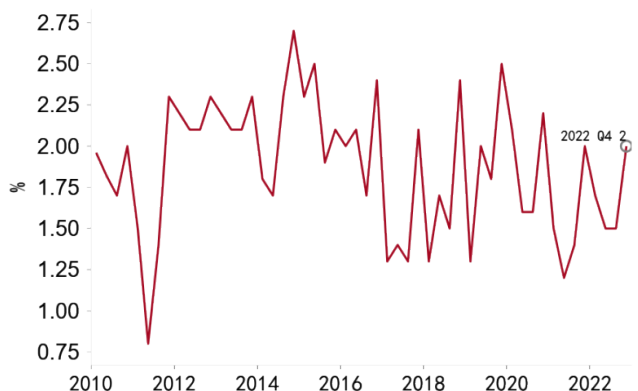
DR007 与 7 天逆回购利率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：四季度超储率同比不变

中国超额存款准备金率（超储率）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：同业存单利率回归政策利率附近

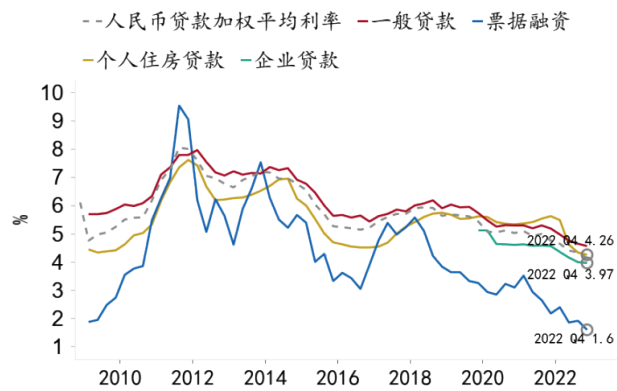
银行同业存单与 1 年期 MLF 利率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：四季度实体经济融资成本继续下降

金融机构人民币贷款加权平均利率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院