



彭文生：通胀隐忧，注重宽松“性价比”



8月10日，央行发布二季度货币政策执行报告。在本次报告中，央行明确指出外部压力加大，内需仍不稳固。因此，央行货币政策的取向仍然是宽松，但也延续了李克强总理在7月19日世界经济论坛中不超发货币的讲法，并表达了对结构性通胀压力的担忧。当前复苏尚不稳固、疫情反复、楼市风险仍在释放，经济基本面的确定性恢复尚未出现，货币收紧还不紧迫。

外部压力加大，内需仍不稳固，稳增长仍是首要关注点。在上次报告中，央行对全球经济的判断是复苏前景的复杂性和不确定性加大，而在本次报告中，央行明确指出世界经济动能已经转弱，高通胀造成发达国家货币政策面临两难，部分经济体可能出现“硬着陆”风险。与此同时，央行也指出了国内消费、投资复苏面临的问题和挑战，强调还需要付出“艰苦努力”来稳定经济增长。在此背景下，宽松仍然是主基调，但央行更加重视货币宽松的“性价比”。

数量政策上，央行要提高货币政策的“性价比”——既不要超发货币，又要把经济稳住。6月M2增速达到11.4%，达到2016年以来的新高并远超今年上半年名义GDP的同比增速。与上次的货币政策报告不同，此次央行多次在重点部分提到不大水漫灌、不超发货币，表明央行已经关注到目前较高的货币增速。但同时，央行也在货币政策部分删除了“保持货币供应量同名义经济增速基本匹配”，意味着货币供应量高于名义GDP增速的情景可以被接受，因为仍然需要充裕的流动性稳定当前的经济增长。既

不想超发货币，又要支持经济增长，那么央行就需要更加关注货币的“效率”，也就是要更加关注信贷投放形成的实物工作量。

信贷发力的重点在基建，重点关注基建能否将名义增速更多转化为实物进度。在本次货币政策报告中的核心部分，央行将“发挥有效投资的关键”作用放在突出位置。如果信贷的投放仅仅用于补充流动性、改善现金流，那么对经济增长的提振可能有限；只有让信贷更多地形成有效投资，才能以更少的货币供应换来更好的稳增长效果。在货币政策的具体思路中，央行也提到将重点发力支持基础设施领域建设，主要的抓手是前期推出的政策性金融工具，包括 8000 亿元的新增信贷额度和 3000 亿元的资本金补充，同时通过银团贷款、PPP 模式等撬动商业银行和社会资金支持。今年上半年，基建名义增速超过 9%，但是并未完全体现在实物工作量上，后续基建发力如何，仍要更多关注微观指标的变化。

信贷增长与经济转型相适应，重视总量稳、结构优。2019 年以来信贷结构改善明显，普惠小微、制造业贷款、普惠小微贷款均上升至一成，基建贷款持平在两成，房地产贷款从三成降至两成半。针对疫情影响，央行加大对实体信贷支持力度，二季度一般贷款加权平均利率再创新低至 4.76%，拓宽应收账款融资等多元化融资渠道。中长期看，信贷结构更重视挖掘绿色投资、两新一重、老旧小区改造等结构性潜能，破立并举、慢破快立。

通胀暂时未形成政策掣肘，但关注度持续上升；如果增长有力恢复，

通胀持续上行或难以避免。央行指出目前多因素叠加可能使得中国通胀中枢出现阶段性的抬升，包括疫情受控后消费的逐步回暖、猪肉价格可能持续走高以及能源进口成本向其他商品与服务的传导，并判断下半年一些月份的CPI同比可能阶段性突破“3%”。但我们想提示的是，中国目前的流动性很宽裕，如果基建强劲发力带动经济改善，流动性积累的通胀上行可能成为现实。

但目前来看，贷款需求尚未恢复，宽松难以转向。7月中旬以来票据利率下行，8月初持续了这种下行趋势，3-6个月国有股份银行银票贴现利率在1.1%左右，较7月上旬低了50bp，说明贷款需求可能仍然疲弱，银行仍然需要依靠票据冲量完成信贷投放。本次央行对利率政策出现了一些新的表述，上个季度货币政策报告当中，央行提出的是发挥贷款市场报价利率的“改革效能”，但此次报告中不仅提到发挥“改革效能”还要发挥“指导作用”。这或许意味着如果稳增长的效果不达预期，央行仍有选择降低LPR的可能，贷款利率有可能在二季度基础上继续走低。

短端利率的中枢仍然主要取决于经济基本面，但不排除波动性上升。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45101

