

核心观点

2022年5月9日，人民银行发布2022年第一季度中国货币政策执行报告。报告整体与429政治局会议的精神保持一致，增加了对汇率、通胀、房地产等几方面的调整。对比去年四季度，本次报告有以下几点值得关注：

- **第一，宽信用的方向、方法更加明确。**在货币政策总基调方面删除了“灵活适度”，新增“稳字当头”；货币工具方面新增政治局会议中的表述“用好各类货币政策工具”；新增“适时增加支农支小再贷款额度”、加大对涉农、涉疫严重主体的支持力度、“加大对大型风电光伏基地及周边煤电改造升级的支持力度”、“加大对物流航运循环畅通的金融支持”等。现阶段为了“内外兼顾”，相比于价格性工具，央行可能会更加重视结构性工具。根据一季度货币政策报告的内容，涉疫严重行业、绿色清洁能源、物流航运、乡村基建等可能将会是宽信用的发力重点。
- **第二，货币政策“以我为主”的表述更加谨慎。**相较去年四季度，本次新增“密切关注主要发达经济体货币政策调整”。人民币兑美元汇率自4月下旬开始急跌，同时主要发达经济体货币政策加快收紧，尤其是美联储加息缩表的预期愈演愈烈，10年美债收益率持续攀升，5月9日盘中升破3.2%，创2019年以来新高，国内货币政策的空间进一步被压缩。
- **第三，央行对通胀的关注度提升。**之前的表述是“通胀压力总体可控”，本次报告新增提出“密切关注物价走势变化”。尽管央行对通胀定调“物价总体形势稳定”，但也提出“谨防国际大宗商品价格上涨带来的输入性通胀压力”、“密切关注物价走势变化”等，显示央行对全球通胀攀升带来的不确定性的担忧增加，对国内物价的关注度也有所提升。
- **第四，房地产政策的表述有所改善。**一方面继续强调“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”，另一方面延续政治局会议的精神，增加了“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”。尽管目前房地产销售没有明显起色，但随着政策多次强调以及后续各地因城施策的空间逐步打开，房地产销售有修复的可能性。
- **第五，本次报告专栏值得关注的是“建立存款利率市场化调整机制”。**4月央行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，银行将自主参考“10年国债到期收益率”和“1年期LPR”来合理确定存款利率。这一机制可促进银行提升存款利率市场化定价能力，维护存款市场良性竞争秩序。

风险提示：疫情变化超预期，政策落地不及预期

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-81152692

杨亚仙
研究助理
yangyaxian@sczq.com.cn
电话：86-10-81152627

相关研究

- 市场超跌反弹，后续仍存变数
- 疫情仍是关键，关注超跌反弹
- 经济预期转弱，有待政策发力

2022年5月9日，人民银行发布2022年第一季度中国货币政策执行报告。报告表示“近期，新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。”强调在“近期疫情点多、面广、频发”的情况下，对国内消费、生产以及经济循环产生的负面影响，从而对经济造成的冲击加大。

报告整体与429政治局会议的精神保持一致，增加了对汇率、通胀、房地产等几方面的调整。对比去年四季度，本次报告有以下几点值得关注：

第一，宽信用的方向、方法更加明确。在货币政策总基调方面删除了“灵活适度”，新增“稳字当头”；货币工具方面新增政治局会议中的表述“用好各类货币政策工具”；结构性货币政策工具支持实体经济方面新增“适时增加支农支小再贷款额度”、加大对涉农、涉疫严重主体的支持力度、“加大对大型风电光伏基地及周边煤电改造升级的支持力度”、“加快推动科技创新和普惠养老两项专项再贷款落地生效”、“加大对物流航运循环畅通的金融支持”、“抓好金融支持全面推进乡村振兴重点工作意见落地落实”等。

结合5月6日央行发布的报告《结构性货币政策工具精准出击 助力市场主体纾困和实体经济发展》，可以预见，现阶段为了“内外兼顾”，相比于价格性工具，央行可能会更加重视结构性工具。根据一季度货币政策报告的内容，涉疫严重行业、绿色清洁能源、物流航运、乡村基建等可能将会是宽信用的发力重点。

第二，货币政策“以我为主”的表述更加谨慎。相较去年四季度，本次新增“密切关注主要发达经济体货币政策调整”。人民币兑美元汇率自4月下旬开始急跌，同时主要发达经济体货币政策加快收紧，尤其是美联储加息缩表的预期愈演愈烈，美债收益率持续攀升，5月9日盘中升破3.2%，创2019年以来新高，国内货币政策的空间进一步被压缩。

第三，央行对通胀的关注度提升。之前的表述是“通胀压力总体可控”，本次报告新增提出“密切关注物价走势变化，支持粮食、能源生产保供，保持物价总体稳定。”尽管央行对通胀定调“物价总体形势稳定”，且认为未来“CPI运行中枢可能较上年温和抬升”、“PPI可能延续总体回落态势”。但也提出“谨防国际大宗商品价格上涨带来的输入性通胀压力”、“密切关注物价走势变化”等表述，显示央行对全球通胀攀升带来的不确定性的担忧增加，在稳增长的前提下对国内物价的关注度有所提升。

第四，房地产政策的表述有所改善。一方面继续强调“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”，另一方面延续政治局会议的精神，增加了“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”。尽管目前房地产销售没有明显起色，但随着政策多次强调以及后续各地因城施策的空间逐步打开，房地产销售有修复的可能性。

第五，本次报告专栏值得关注的是“建立存款利率市场化调整机制”。4月央行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，银行将自主参考“10年期国债到期收益率”和“1年期LPR”来合理确定存款利率。这一机制可促进银行提升存款利率市场化定价能力，维护存款市场良性竞争秩序。同时有利于促进银行稳定负债成本，发挥LPR改革效能，推动降低企业综合融资成本。

表1 央行货币政策执行报告对比

	2022Q1	2021Q4	2021Q3
国内经济展望	近期，新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。同时也要看到，我国发展有诸多战略性有利条件，经济体量大、回旋余地广，具有强大韧性和超大规模市场，长期向好的基本面没有改变。	我国是具有强劲韧性的大型经济体，经济长期向好的基本面没有变，构建新发展格局的有利条件没有变。也要看到，当前我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，外部环境更趋严峻和不确定。	我国是具有强劲韧性的超大型经济体，经济长期向好的基本面没有变，发展潜力大、回旋空间广阔的特点明显，市场主体活力充足。也要看到，世界百年未有之大变局和新冠肺炎疫情全球大流行交织影响，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复发展面临一些阶段性、结构性、周期性因素制约，要坚定信心，集中精力办好自己的事。
国外经济形势分析	受疫情脉冲式反弹、地缘政治冲突加剧、主要发达经济体加快收紧货币政策等影响，第一季度全球经济增长放缓，海外通胀压力持续走高，能源、金属、农产品价格明显上涨，金融市场震荡加剧，全球经济复苏前景的复杂性和不确定性加大。	受疫情反弹扰动，2021年下半年以来全球经济复苏放缓，供应链瓶颈仍未根本缓解，海外通胀压力上升，发达经济体劳动力市场出现结构性变化。展望未来，疫情形势、通胀走势、发达经济体宏观政策调整仍有较大不确定性，可能伴生的经济金融风险不容忽视	第三季度以来，全球经济复苏边际放缓与供应链摩擦加剧相叠加，大宗商品尤其是能源产品价格冲高、原材料供应不足、部分岗位劳动力紧缺、不同领域经济分化加大等问题凸显。展望未来，新冠肺炎疫情持续脉冲式扰动的可能性仍存，全球经济形势依然复杂严峻，供应瓶颈、能源短缺等可能导致海外生产消费受阻、通胀持续更长时间。同时，主要发达经济体货币政策已开始调整，需对其可能引发的金融市场震荡及对新兴经济体的溢出影响高度关注。
海外值得关注的问题	1、地缘局势紧张影响全球经济复苏。2、主要发达经济体货币政策加速收紧的影响正在显现。3、全球复苏分化依然较大，发展中国家面临挑战。	1、新冠肺炎疫情仍是影响全球经济金融运行的重要变量。2、主要发达经济体宏观政策转向的影响是2022年重要的外部不确定性。3、全球高通胀持续时长尚存争议，需防止通胀预期脱锚风险。	1、新冠肺炎疫情仍是影响全球经济复苏的重要不确定因素。2、供应链阻滞、能源短缺等冲击不容忽视。3、主要发达经济体的宏观政策力度边际减弱，需关注其可能伴生的经济金融风险。
工作总基调与要求	坚持稳字当头、稳中求进，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，深化供给侧结构性改革，支持稳增长、稳就业、稳物价，建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，推动高质量发展，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间。	完整、准确、全面贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，推动高质量发展。坚持稳字当头、稳中求进，积极主动贯彻落实中央经济工作会议精神，加大金融对实体经济的支持力度，继续做好“六稳”、“六保”工作，着力稳定宏观经济大盘，为保持经济运行在合理区间营造适宜的货币金融环境。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，推动高质量发展。加强国内外经济形势边际变化的研判分析，统筹今明两年宏观政策衔接，坚持把服务实体经济放到更加突出的位置，保持货币政策稳定性，稳定市场预期，努力完成今年经济发展主要目标任务。
下一阶段主要政策思路	稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度，稳字当头，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，坚持不搞“大水漫灌”，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，落实好稳企业保就业各项金融政策措施，聚焦支持小微企业和受疫情影响的困难行业、脆弱群体。	稳健的货币政策要灵活适度，加大跨周期调节力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，注重充足发力、精准发力、靠前发力，既不搞“大水漫灌”，又满足实体经济合理有效融资需求，着力加大对重点领域和薄弱环节的金融支持，实现总量稳、结构优的较好组合。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，以我为主，稳字当头，把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系，做好跨周期调节，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。
总量货币政策	用好各类货币政策工具，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。	保持货币信贷总量稳定增长。完善货币供应调控机制，保持流动性合理充裕，引导金融机构有力扩大贷款投放，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。	完善货币供应调控机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。

结构
货币
政策

结构性货币政策工具积极做好“加法”，引导金融机构合理投放贷款，**促进金融资源向重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的企业、行业倾斜。适时增加支农支小再贷款额度**，用好普惠小微贷款支持工具、科技创新再贷款和普惠养老专项再贷款，**抓实碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款运用。**

利率

健全市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，**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，推动降低企业综合融资成本。

汇率

坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，加强跨境资金流动宏观审慎管理，强化预期管理，引导市场主体树立“风险中性”理念，**保持外汇市场正常运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。**

物价
水平

密切关注物价走势变化，**支持粮食、能源生产保供**，保持物价总体稳定。

金融
风险
防范

密切关注主要发达经济体货币政策调整，**以我为主兼顾内外平衡**。坚持底线思维，增强系统观念，遵循市场化法治化原则，统筹做好重大金融风险防范化解工作，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。

专栏 1：健全现代货币政策框架取得明显成效

要保持信贷结构稳步优化。**结构性货币政策工具积极做好“加法”**，落实好支持小微企业的市场化政策工具，用好碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，**引导金融机构增加对信贷增长缓慢地区的信贷投放**，精准发力加大对小微企业、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节的支持力度。

促进降低企业综合融资成本。健全市场化利率形成和传导机制，发挥贷款市场报价利率改革效能，**稳定银行负债成本，引导企业贷款利率下行。**

保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。**以我为主，以市场供求为基础**，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能，加强跨境资金流动宏观审慎管理，强化预期管理，引导市场主体树立“风险中性”理念，**处理好内部均衡和外部均衡的平衡。**

坚持底线思维，增强系统观念，遵循市场化法治化原则，统筹做好重大金融风险防范化解工作。

专栏 1：银行体系流动性影响因素与央行流动性管理

发挥好结构性货币政策工具作用，用好新增 3000 亿元支小再贷款额度，支持增加小微企业和个体工商户贷款，实施好两项直达实体经济货币政策工具的延期工作，用好 2000 亿元再贷款额度支持区域协调发展，落实好碳减排支持工具，**设立 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，引导金融机构加大对中小微企业、绿色发展等重点领域和薄弱环节的支持力度。**

健全市场化利率形成和传导机制，继续释放贷款市场报价利率改革效能，优化存款利率监管，推动小微企业综合融资成本稳中有降。

深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，加强预期管理，完善跨境融资宏观审慎管理，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

密切跟踪研判物价走势，稳定社会预期，努力保持物价水平总体稳定。

坚持底线思维，增强系统观念，遵循市场化法治化原则，统筹做好重大金融风险防范化解工作。

专栏 1：客观看待超额准备金率下降

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_41449

