

# 兼顾“三大均衡”，宽松结构为主

## ——2022年二季度货币政策执行报告点评

### 事件概述

2022年8月10日，中国人民银行公布《2022年第二季度中国货币政策执行报告》（下文简称《报告》），相关点评如下：

### 核心观点

▶ 央行 2022 年二季度货币政策报告对于外部环境的关注要点仍然是增长、通胀和地缘冲突，不过对于全球增长放缓的担忧有所增加，国内强调经济恢复基础尚需稳固，对于通胀的着墨明显增加，提示警惕结构性压力。对于后续货币政策新增兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡等“三大均衡”，强调坚持不搞“大水漫灌”、不超发货币。同时对于结构性货币政策提出了“聚焦重点、合理适度、有进有退”的更高要求。因此我们判断在经济恢复尚需稳固的情况下，货币宽松仍会延续，结构性的货币政策或将发挥更大的作用。

#### ▶ 全球经济“三低一高”开始转变

二季度央行对于外部环境的关注要点仍是增长、通胀和地缘冲突，只不过与一季度相比顺序发生了调整，增长放缓放在了首位。《报告》指出，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻。疫情前全球经济“低通胀、低利率、低增长、高债务”的“三低一高”局面正在发生根本性转变，特别是高通胀问题正成为多数经济体面临的最大挑战。为治理高通胀，主要发达经济体加快收紧货币政策，通过外贸外资、汇率波动和金融市场等渠道给新兴经济体带来的溢出影响明显加大，全球经济活动边际放缓、部分经济体硬着陆风险增加。

#### ▶ 国内经济恢复基础尚需稳固

二季度央行对于国内的关注点从疫情冲击转向疫后修复。一季度，央行重点关注的接触型消费转弱、企业停产减产、供应链运转摩擦等均为受疫情冲击影响较为严重的方面，而随着国内疫情扰动的逐步减小，二季度的关注点转向疫后修复。《报告》指出，国内消费恢复面临居民收入不振、资产负债表受损和消费场景受限等挑战，积极扩大有效投资还存在一些难点堵点，服务业恢复基础尚不牢固，青年人就业压力较大，稳经济还需付出艰苦努力。

#### ▶ 通胀整体无忧，但需警惕结构性压力

二季度央行对于通胀的表述有所调整，增加“警惕结构性通胀压力”。本次报告对于通胀的着墨较多，除了正文提及之外，还增加了一个专栏。《报告》中指出，消费复苏回暖、新一轮“猪周期”、能源进口价格上涨等因素均会驱动我国通胀中枢阶段性上升，预计今年下半年我国CPI运行中枢较上半年1.7%的水平将有所抬升，一些月份涨幅可能阶段性突破3%，结构性通胀压力加大。

不过我们认为在当前核心CPI依然疲弱的情况下，由猪肉价格上涨等行业自身周期变动引起的CPI的短暂破3%，难以对央行货币政策产生掣肘。较为典型的是2019年，当时在猪肉价格的带动下，CPI同比最高升至4.5%，但并未影响央行在当年9月中旬的降准和11月初的降息。

#### ▶ 货币政策兼顾“三大均衡”，坚持不超发货币

二季度央行对于货币政策的表述更加强调均衡，坚持不搞“大水漫灌”、不超发货币。与一季度相比，二季度增加三大均衡，分别是兼顾短期和长期、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、更高质量的支持。意味着后续全面降准降息的可能性大大降低。

另外，新增“用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设”表述，同时提到，引导商业银行、社会资金跟进提供融资支持，加快推动基础设施建设和重大项目形成实物工作量，结合央行二季度信贷投向报告中提到基

基础设施中长期贷款上半年同比少增 3419 亿元来看，下半年央行可能会进一步加大对于基建投资的支持力度，基建中长期贷款或将进一步增加。

对于社融，由此前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”改为“合理增长”，力争经济运行实现最好结果。意味着在今年经济下行压力较大的情况下，名义经济增速可能偏低，再以名义增速来框定社融可能存在低估情况。

#### ► 结构性货币政策提出更高要求

二季度央行对于结构性货币政策提出了更高的要求，新增“聚焦重点、合理适度、有进有退”表述，突出金融支持重点领域和薄弱环节。从表述来看，涉农、小微企业、民营企业仍是重点支持对象，删除了一季度提到的“住宿餐饮、批发零售、文化旅游等受疫情影响暂遇困难行业支持力度”，碳减排支持工具、煤炭清洁高效利用专项再贷款、仍是重要抓手。

#### ► 因城施策，用足用好政策工具箱

二季度央行对于房地产的表述与此前基本一致。《报告》再次强调牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期。新增因城施策用足用好政策工具箱，与中央政治局会议提法一致，意味着当前央行对于房地产仍是以存量政策为主。

#### ► 专栏重要信息

**金融政策落地生效助力经济回升向好。**专栏梳理了今年以来支持实体经济的六项举措，1) 加大对实体经济的信贷支持力度；2) 鼓励金融机构对受疫情影响市场主体实施贷款延期还本付息；3) 发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用；4) 推动降低企业融资成本；5) 拓宽多元化融资渠道；6) 引导金融机构加大对基础设施建设和重大项目的支持力度。

**人民币在特别提款权 (SDR) 货币篮子中的权重上调。**专栏指出，2022 年 5 月 11 日，国际货币基金组织 (IMF) 执董会完成了五年一次的特别提款权 (SDR) 定值审查，将人民币在 SDR 货币篮子中的权重由 10.92% 上调至 12.28%，仍保持第三位。此次人民币权重上调是国际社会对中国改革开放成果的肯定，有助于进一步提升人民币的国际储备货币地位，增强人民币资产的国际吸引力。

**近年来信贷结构的演变和趋势。**专栏指出，2010 年以来，伴随着城镇化步伐加快、经济结构转型和稳增长、调结构政策推动，我国信贷结构呈现出“制造业筑底企稳、普惠小微稳步提升、基建高位缓落、房地产冲高趋降”的变化特征，特别是 2019 年以来信贷结构明显改善。

#### 风险提示

经济活动超预期变化。

**宏观首席分析师：孙付**

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

**宏观研究助理：丁俊菘**

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

## 分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                         | 投资评级 | 说明                             |
|--------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%    |
|                                | 增持   | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间   |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                | 减持   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间    |
|                                | 卖出   | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%    |
| 行业评级标准                         |      |                                |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐   | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  |
|                                | 中性   | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                | 回避   | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%  |

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

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\\_45059](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45059)

