

宏观点评

好多新提法—央行二季度货币政策报告7大信号

事件：8月10日，央行发布《2022年第2季度中国货币政策执行报告》（后文简称《报告》）。
核心结论：本次报告对货币政策总基调，延续了7.13金融统计数据发布会、7.28政治局会议等近期一系列会议的说法，但也有不少新提法、新要求，尤其是对经济、对通胀、对货币政策的决定因素、对地产、对我国信贷结构等方面。综合看，鉴于当前经济下行压力大、需求弱，我国货币政策仍未到转向的时候，降准“降息”仍可期，也会更注重结构性宽松，信贷会更向基建倾斜；此外，后续货币政策走向也将更加重视通胀。短期紧盯：核心一二线城市松地产进展、专项债务限额落地情况、8月可能单边下调LPR、8月MLF可能缩量操作。具体有7大信号：

信号1：央行对于国内外经济形势更加担忧，首提“货币政策面临两难”和“完美风暴”风险。央行指出，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，发达经济体同时面临高通胀和增长动能放缓，导致“货币政策面临两难”，新兴经济体和发展中国家则面临包括通胀、货币贬值、能源危机等在内的“完美风暴”风险。与此前会议一致，延续强调“经济恢复基础尚需稳固”，明确指出“国内消费恢复面临居民收入不振、资产负债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”，继续强调“稳经济还需付出艰苦努力”。

信号2：央行对通胀更加担心，后续货币政策走向将更加重视通胀；首提“高通胀已成为当前全球经济发展的最主要挑战；本轮全球通胀走高的粘性与持续时间比以往更加严峻”；认为我国“全年物价水平将保持总体稳定”，同时指出短期内要“警惕结构性通胀压力、输入性通胀压力，物价涨幅可能阶段性反弹，不能掉以轻心”，并专栏指出“维护通胀平稳是宏观大盘稳定的题中之义；任何时刻，中央银行都应该对物价走势的边际变化保持高度关注”。

>对于全球通胀：央行指出，在本世纪前20年发达经济体先后经历了“大缓和”和“低通胀”时期，“这一趋势在2021年已发生转变，今年以来扭转为高通胀的态势更加明朗”。短期来看，引发高通胀的主要因素包括“前期发达经济体大力度的刺激政策、疫情反复加剧全球供给瓶颈、地缘政治冲突引发全球能源和粮食供应紧张”等，中长期来看，“本世纪前二十年对平抑通胀发挥重要作用的全球一体化、劳动力供给充裕等红利已发生逆转，叠加当前能源转型和产业链重构成本上升”，央行表示“本轮全球通胀走高的粘性和持续时间可能比以往更加严峻”；

>对于我国通胀：央行认为我国“全年物价水平将保持总体稳定”，但“短期内国内结构性通胀压力可能加大，输入性通胀压力依然存在，多重因素交织下物价涨幅可能阶段性反弹，对此不能掉以轻心对此不能掉以轻心”，主因“消费需求复苏回暖、PPI向CPI滞后传导、新一轮猪肉价格上涨周期开启、能源和原材料成本仍处高位”。继续提示，年内“CPI上、PPI下”仍是基准情形，CPI三季度有望站上3%（最快8月），继续关注猪价、油价、粮价3大扰动。

>央行专栏分析通胀：在专栏4《全年物价仍可预期实现预期目标，但应警惕结构性通胀压力》中，央行指出，近期主要发达经济体面临几十年未有的高通胀压力，“与发达经济体央行前期对通胀形势有所误判、政策调整落后于市场曲线密切相关”，并强调“维护通胀平稳是宏观大盘稳定的题中之义，也是促进经济持续平稳增长的环境要求；任何时刻，中央银行都应该对物价走势的边际变化保持高度关注”。由此看，通胀在后续货币政策框架中的关注度将明显上升。

信号3：央行继续强调“加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能；坚持不搞大水漫灌，不超发货币”，新增“三个兼顾”（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），此外，明确指出“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”。其一，央行继续强调“加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能；坚持不搞‘大水漫灌’，不超发货币”，表明我国货币政策仍将保持宽松，降准降息仍可期、但可能性下降，经济修复情况是关键。其二，明确指出要“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”（7.28政治局会议也提了政策性开发性金融，但没提用于支持基建），下半年基建与结构性政策工具将是稳增长和宽信用的重要抓手，紧盯后续政策性开发性金融工具及地方专项债务限额的落地情况。其三，本次《报告》较Q1报告新增“三个兼顾”，即“短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡”，其中“物价稳定”和“外部均衡”主要还是指向国内通胀以及美联储加息，继续提示，在当前国内通胀可控、出口支撑汇率的背景下，这两者暂不构成明显掣肘。

信号4：央行认为7月以来缩量逆回购操作属于正常现象；倾向于认为，8月MLF操作可能“量缩价稳”。央行指出，“7月以来，人民银行相应进一步降低逆回购操作量，但仍充分满足了投标机构的需求；央行公开市场操作是短期流动性调节工具，操作量根据流动性供需变化灵活调整是正常现象”。综合当前资金面宽裕的实际情况，我们认为本月MLF可能会缩量操作。

信号5：央行对房地产定调更加积极，继续提示：稳增长需稳地产，尤其要避免地产“硬着陆”，后续地产进一步实质性松动可期，地产景气有望弱修复。央行对于房地产整体定调与此前一致，继续强调“房住不炒，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段；支持刚性和改善性住房需求”，新增了7.28政治局会议提出的“因城施策用足用好政策工具箱”。综合看，7月地产销售在6月反弹后再度回落，再叠加“停贷断供”事件，房地产进一步松动的必要性提升，可关注4点：北上深等核心一二线可能的放松；四大AMC介入的情况；8月、9月可能降5年期LPR；地产救助基金的进展。总体看，后续地产景气有望逐步修复，但幅度可能有限。

信号6：二季度贷款利率大幅下滑，住房贷款利率接近历史最低水平，关注8、9月可能的降LPR。报告指出，6月贷款加权平均利率为4.41%，较3月进一步下滑0.24个百分点、连续3个季度回落。其中，居民住房贷款平均利率为4.62%，较3月大幅下降0.87个百分点，接近历史最低水平（4.34%）。如前所述，地产下行压力仍大，后续仍有可能存款利率市场化改革等驱动5年期LPR下调（8月或9月），进而带动房贷利率进一步下降。

信号7：专栏介绍“近年来信贷结构的演变和趋势”，指出未来我国信贷增长“将与我国经济从高速增长转向高质量发展进程相适应”，并更加重视“总量稳、结构优”。央行指出，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。央行还特别指出“基建投资结构向城市更新、社会事业等民生领域倾斜，传统‘铁公基’贷款需求转弱”，指向未来基建的发力方向也将向城市更新、社会事业等民生领域倾斜。

风险提示：疫情演化、美联储加息节奏、我国政策力度、外部环境等超预期变化

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 穆仁文

执业证书编号：S0680121120001

邮箱：murenwen@gszq.com

相关研究

1、《不少新变化—年中政治局会议7大关注点》
2022-07-29

2、《形势比人强—2022年中期宏观经济与资产展望》
2022-07-14

3、《社融大超预期的背后》2022-07-11

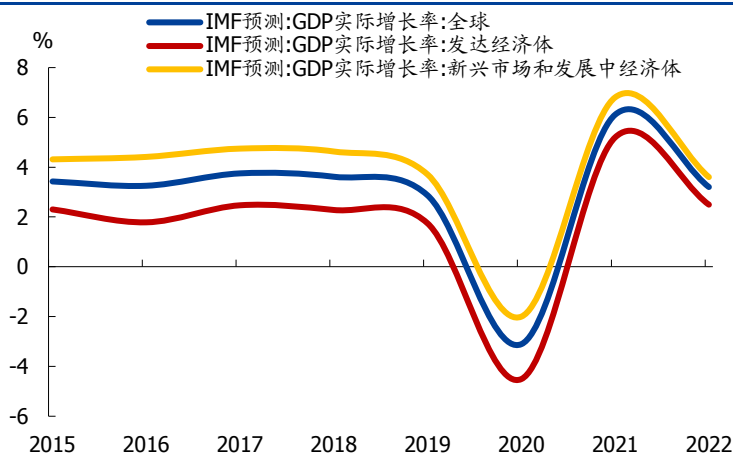
4、《通胀无近忧、有远虑》2022-08-10

5、《连续3天30亿逆回购的背后—兼评央行Q2调查问卷》2022-07-06

6、《两“新增”&三“没变”—央行Q1货币政策报告7信号》2022-05-10

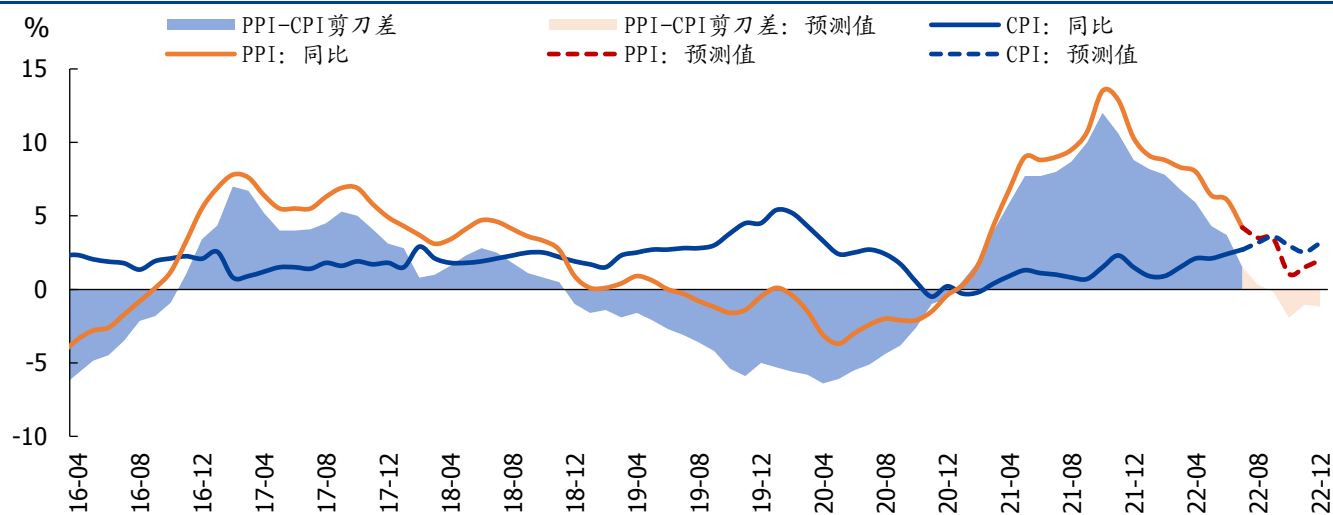
7、《如何理解“用足用好专项债务限额”？》2022-07-30

图表 1: IMF 预测全球 GDP 实际增长率下调至 3.2%



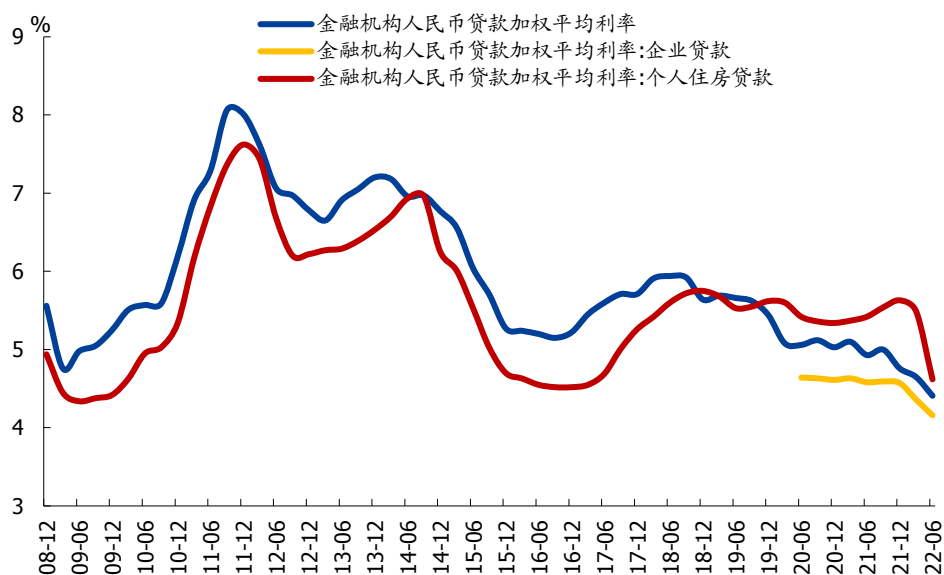
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: CPI、PPI 以及 PPI-CPI 剪刀差预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 贷款利率继续回落, 个人住房贷款利率接近历史最低水平



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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_45064

