

货币政策的信号“变化”？

事件：

8月10日，央行发布2022年二季度货币政策执行报告。

点评：

■ 央行对国内经济研判边际上转向乐观、总体仍谨慎，担忧结构性通胀压力

央行对国内经济研判边际上转向乐观、总体上仍谨慎，而对海外经济更加谨慎。相较于一季度，二季度执行报告不再强调“三重压力”，但认为，“国内经济恢复基础尚需稳固”，消费、投资、就业等面临一些问题，“稳经济还需付出艰苦努力”。对海外形势研判比一季度更为谨慎、认为“外部环境更趋复杂严峻”，总体表态与二季度货币政策委员会例会一致，并指出部分经济体硬着陆风险增加等。

通胀或已逐步成为当下货币政策关注的焦点之一。不同于此前的通胀“温和抬升”，二季度执行报告明确指出“国内结构性通胀压力可能加大”、“一些月份涨幅可能阶段性突破3%”；而且专栏4里详细阐述了通胀压力的来源，包括消费复苏回暖带来的成本传导加快、“猪周期”开启、输入性通胀等。对此，央行表示“不能掉以轻心”、“要密切关注”、“加强监测研判”，“警惕通胀反弹压力”。

■ “稳字当头”基调的含义或出现“微妙”变化，政策工具运用注重“有进有退”

“稳字当头”基调下，稳的含义或已出现“微妙”变化，“不超发货币”、注重落实。货币政策“稳字当头、稳中求进”基调表述不变，但结构性通胀压力下，内涵可能有所变化。二季度报告明确把关注通胀形势的表述提前了，还强调“不超发货币”，而一季度报告在强调完结构性政策积极做“加法”、降成本之后才提关注物价变化；同时，央行定调上更加强调落实、要求“抓好政策措施落实”等。

央行要求结构性货币政策工具“合理适度、有进有退”，同时不再提“引导市场利率围绕政策利率波动”。类似以往，央行继续强调结构性货币政策工具的运用；但更加强调把握适度，而不是在某个重点领域“用力过猛”、需要“有进有退”。在货币市场利率明显偏低下，央行表示“深入研判银行体系流动性供求状况”、“提高操作的前瞻性”等，逆回购的“低量”操作或已释放一定信号。

■ 央行淡化信贷总量增长、强调结构优化，对房地产等问题并未给出新的指引

央行明确信贷“总量稳、结构优”的思路，与我们前期提示的信用环境“从总量企稳到结构改善”逻辑类似。专栏3详细阐述了近年来信贷结构的演变和趋势，在基建、地产等信贷需求“趋势性转弱”下，制造业、小微企业信贷结构性支撑增强；与我们提示的信用周期“变平”的逻辑类似，信用环境总体变化弹性弱于传统周期，不必过度关注总量变化，更应该关注融资结构改善对经济的支持。

对于市场关注的房地产等领域问题，央行并没有给出新的指引。二季度报告对房地产的表态，基本延续了7月中央政治局会议等的定调，强调“房住不炒”、“不将房地产作为短期刺激经济的手段”；对于房地产当前面临的“困境”，强调“因城施策用足用好政策工具箱”等，但并没有在货币政策操作上透露新的指引。此外，对于人民币汇率、防范化解金融风险等领域，央行继续强调“底线思维”。

风险提示：政策效果不及预期，CPI通胀超预期。

图表 1：2022年一季度与二季度货币政策执行报告主要内容比较

	2022Q1	2022Q2
重要数据	贷款加权平均利率为 4.65%，一般贷款加权平均利率为 4.98% 金融机构超额准备金率为 1.7%	贷款加权平均利率为 4.41%，一般贷款加权平均利率为 4.76% 金融机构超额准备金率为 1.5%
专栏	健全现代货币政策框架取得明显成效 从宏观审慎管理视角实施金融控股公司监管 建立存款利率市场化调整机制 加快推进金融稳定立法建设	金融政策落地生效 助力经济回升向好 人民币在特别提款权（SDR）货币篮子中的权重上调 近年来信贷结构的演变和趋势 全年物价仍可实现预期目标 但应警惕结构性通胀压力
经济形势分析	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...从外看，一是国际地缘政治局势紧张...造成大宗商品价格大幅波动，而且导致供应链和国际贸易受阻...二是主要发达经济体...正在加快加码收紧货币政策，可能带来新的扰动和溢出效应...三是全球疫情还在蔓延...从国内看，经济发展面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力依然存在...突出表现为近期疫情点多、面广、频发，对经济运行的冲击影响加大...一是餐饮、零售、旅游等接触型消费转弱...二是一些企业出现停产减产，市场主体困难明显增加...三是货运物流和产业链供应链运转出现摩擦，经济循环畅通遇到制约。	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， 国内经济恢复基础尚需稳固 ...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，青年就业压力较大...经济保持较强韧性，宏观政策调控工具丰富...全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，统筹好疫情防控和经济社会发展，继续抓好一揽子稳定经济政策措施落地见效，坚决支持稳定经济大盘。
政策基调	物价形势总体稳定...未来 CPI 运行中枢可能较上年温和抬升，仍继续在合理区间运行...未来 PPI 可能延续总体回落态势，同时也要谨防国际大宗商品价格上涨带来的输入性通胀压力...货币政策保持稳健取向...	全年 CPI 平均涨幅在 3% 左右的预期目标有望实现... 国内结构性通胀压力可能加大，输入性通胀压力依然存在 ，预计下半年 CPI 涨幅将有所上行，中枢较上半年水平抬升，一些月份涨幅可能阶段性突破 3%...加强监测研判，警惕通胀反弹压力。
政策展望	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...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...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...推动降低企业综合融资成本。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...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...	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，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，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...加大对企业的信贷支持，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...密切关注 国内外通胀形势变化 ，不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定...密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡...
	保持货币信贷和社会融资规模稳定增长...综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性， 稳定好市场预期 ...培育和激发实体经济增长需求，引导金融机构 合理投放贷款 ，增强信贷总量增长的稳定性...	保持货币信贷平稳适度增长...保持货币供应量和社会融资规模 合理增长 ，力争经济运行实现最好结果，密切关注国际国内多种不确定因素变化，深入研判银行体系流动性供求状况... 稳定好市场预期，平衡好内、外部均衡 ...持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束...加大对实体经济的信贷支持力度。
	继续发挥好结构性货币政策工具的牵引带动作用...加大对涉农主体、受疫情影响较大的住宿餐饮、批发零售、文化旅游等接触型服务业及其他有前景但受疫情影响暂遇困难行业的 支持力度 ...抓实碳减排支持工具落地，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，在确保能源供应安全的同时支持经济向绿色低碳转型...	结构性货币政策工具 聚焦重点、合理适度、有序推进 ，突出金融支持重点领域和薄弱环节...确保能源供应安全的同时支持经济向绿色低碳转型，助力科学有序实现碳达峰碳中和目标...发挥结构性货币政策工具的 精准滴灌 、正向激励作用。
	全力做好粮食安全和重要农产品产销的金融保障，做好煤炭等能源供应的金融服务，加大对物流航运循环畅通的金融支持，加大对有效投资等金融支持...	抓好扎实稳住经济的一揽子政策措施落实...引导商业银行、社会资金等跟进提供融资支持，加快推进 基础设施建设和重大项目形成实物工作量 ...
	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位... 稳妥实施房地产金融审慎管理制度，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 ，加大住房租赁金融支持力度，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场健康发展和良性循环	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，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求， 稳妥实施房地产金融审慎管理制度 ，促进房地产市场健康发展和良性循环。
	健全市场化利率形成和传导机制，完善中央银行货币政策体系，引导市场利率围绕政策利率波动...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... 加强预期管理 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定... 降低企业避险保值成本 ...	健全市场化利率形成和传导机制，完善中央银行货币政策体系。加强存款利率监管，落实存款利率市场化调整机制，充分发挥利率自律机制作用，着力稳定银行负债成本，发挥贷款市场报价利率改革效能和 指导作用 ，推动降低企业综合融资成本... 加强预期管理，坚持底线思维 ，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范...降低中小微企业汇率避险成本，维护外汇市场平稳健康发展。
	进一步完善宏观审慎政策框架，丰富宏观审慎政策工具箱，提高风险识别的前瞻性、及时性和有效性，不断丰富完善早期纠正措施，统筹监管资源和处置资源，强化横向协同和纵向协同...压实金融机构及其股东的主体责任、地方属地责任和金融管理部门的监管责任，形成风险处置合力，确保处置措施有效执行和落地...坚决守住不发生系统性金融风险的底线。	进一步完善宏观审慎政策框架，丰富宏观审慎政策工具箱... 提高早期纠正的权威性 ，持续压实金融机构及其股东的主体责任、地方属地责任和金融管理部门的监管责任，形成风险处置合力，确保处置措施有效执行和落地。健全金融风险问责机制，对重大金融风险严肃追责问责，有效防范道德风险。坚决守住不发生系统性金融风险的底线。

来源：中国人民银行、国金证券研究所

风险提示：

- 政策效果不及预期。**债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情潜在反复风险，对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- CPI 通胀超预期。**若需求加快修复下，成本端涨价压力的扩散、服务业“补偿式”涨价，与“猪周期”共振，可能导致 CPI 通胀超预期。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

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_45065

