

宏观点评 20220811

二季度货币政策执行报告点评：通胀“搅局”，货币“变盘”？

2022年08月11日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaoh@dwzq.com.cn

■ 二季度货币政策执行报告延续了政治局会议精神，但货币政策论调总体更趋谨慎。虽然提出了加大稳健货币政策实施力度，但也在以下三方面中体现出了谨慎态度：一是增加了“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”，二是在不“大水漫灌”的基础上强调不货币超发，三是着力强调了当前我国所面临的通胀压力。展望未来，我们认为下半年货币政策将通过落实前期下达的结构性货币政策、推动五年期 LPR 下行等方面发力。另一方面，由于当前流动性过于充裕、公开市场操作余额较高、通胀压力加大，不排除 MLF 缩量续作的可能。

■ 央行延续了政治局会议对经济增长形势的定调，在肯定二季度经济运行总体呈现企稳回升态势的同时剖析了我国面临的五个问题，更着力强调了我国面临的通胀压力。此次央行重申政治局会议所提出的“当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，要保持战略定力，坚定做好自己的事”，“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”，并对“矛盾和问题”做出了细化拆解。

对于国内宏观经济：国内经济恢复基础尚需稳固，结构性通胀压力可能加大。目前海外形势更趋严峻复杂，在全球经济增长放缓、通胀高位运行的背景下，央行提出我国所面临的结构性通胀压力可能加大，并在肯定经济运行呈现企稳回升态势的同时，剖析了当前经济运行的 5 个重点问题，即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。

对于通胀：不同于一季度，央行在本次报告中多次提示结构性通胀压力，并在专栏中给出下半年展望及应对措施。7 月 CPI 已上行至 2.7%，央行预计今年下半年 CPI 运行中枢将较 1.7% 有所抬升，一些月份涨幅可能阶段性突破 3%。通胀压力的上升主要来源于三点：一是消费的复苏将推动前期 PPI 上涨向 CPI 的传导加快，二是新一轮“猪周期”已开启，可能拉动 CPI 食品分项涨幅走高，三是我国对石油、天然气等能源品的进口依赖度较高，输入性通胀压力依然存在。

对于海外经济金融形势：当前地缘政治冲突风险仍未消除，而全球经济又面临着经济增长放缓、通胀高位运行的矛盾。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。央行除了提示高通胀、经济增长动能放缓、货币政策面临两难问题外，还提示了新兴经济体和发展中国家正面临通胀攀升、经济放缓、债务积压、货币贬值以及食品和能源危机的“完美风暴”风险。

■ 货币政策论调更偏谨慎，在不搞“大水漫灌”的基础上提出“不超发货币”。稳健的货币政策更加注重如何发挥好有效投资，在用好政策性开发工具的同时注重结构性货币政策的使用，基础实施建设、普惠小微、中小微企业将是未来货币政策发力的重点领域。

对于货币政策定调，本次央行延续了政治局会议的总体要求，更加注重如何发挥好有效投资。在总体目标上强调“抓好政策措施落实，着力稳就业稳物价，发挥好有效投资的关键作用，巩固经济回升向好趋势”，“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”。

货币政策的总基调更偏谨慎，在强调用好新下达政策的同时提出“不超发货币”。央行在本次报告中新增加了“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”的总体要求，并在不搞“大水漫灌”的基础上进一步强调“不超发货币”。

用好政策性开发性金融工具、用好结构性货币政策将是未来货币政策的主要发力方式。在央行更加注重有效投资的基础上，加大对企业的信贷支持、用好政策性开发性金融工具，基础设施领域将是重中之重。另一

相关研究

《美国通胀开始熄火了吗？》

2022-08-10

《拜登对华竞争法案还有多少政治资本？》

2022-08-09

《出口的利好，未必是稳增长的好利好》

2022-08-07

方面，央行再次强调结构性货币政策工具积极做好“加法”，普惠小微、中小微企业将是未来货币政策发力的重点领域。这在一方面有利于弥补基建资金来源的空窗期，另一方面则有利于优化信贷结构、促进吸纳就业。

- **房地产贷款占比下滑、制造业贷款占比回升、普惠小微贷款占比明显上行，信贷结构出现改善。**央行在专栏 3 中详解了近年来信贷结构的演变，其中普惠小微贷款占比上升较为明显，而房地产贷款占比则大幅下滑，两项变动分别为+3%和-3.3%。另外，制造业贷款占比从 2010 年 17% 趋势性下行至 2020 年 9% 的势头得到遏制，2022 年 6 月末回升至 9.4%。目前房住不炒、因城施策定位并未松动，此次央行又新加了“稳妥实施房地产金融审慎管理制度”的表述。目前房地产销售低迷，且房地产投资端数据仍不景气，预计房地产贷款占比仍将进一步下滑。
- **上半年结构性货币政策发力程度不及 2020 年疫情时期，下半年仍有较多发力空间。**今年新下达的再贷款额度共计 6700 亿元，低于 2021 年的 7000 亿元，也远低于 2020 年的 2.2 万亿元水平。结合央行“结构性货币政策做好加法”的总基调，我们预计下半年仍有较多发力空间。从具体发力情况来看，上半年各类结构性货币政策共计实施 3330 亿元，其中二季度占比为 43.2%。其中支农、支小和扶贫再贷款共计新增 1989 亿元，再贴现增加 242 亿元，普惠小微贷款支持工具发放 126.86 亿元，碳减排支持工具与煤炭清洁高效利用转向再贷款共计发放 1317 亿元。据报告显示，推动科技创新、普惠养老、交通物流三项政策工具将于 7 月首次申请，交通物流专项再贷款上没有具体实施金额数据。
- **预计下半年五年期 LPR 仍有下调可能。**央行再次提出要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。目前居民可支配收入已较 2017-2019 年平均水平下降 4.4 个百分点至 3.6%，结合央行居民收入不振、扩大有效投资还存在难点的现状，不排除五年期 LPR 再次下行的可能。
- **在当前流动性过于宽松的背景下，结合央行不搞“大水漫灌”，不超发货币的货币政策基调，我们认为本月有 MLF 缩量续做可能。**我们认为央行这一转变体现了两点考量。一是在二季度流动性过于宽松、债市杠杆率走高的背景下，防止资金空转、实体经济脱实向虚；二是当前通胀压力依然加大，不超发货币有利于减轻广义通胀压力，保持货币供应量的合理增长。截至 6 月末，超额准备金率较去年同期上升 0.1 个百分点至 1.5%，同时债市杠杆率上行至 110 的高位，且目前仍在 109 以上的高位，处于 2019 年以来的 80% 分位数水平。在当前公开市场操作余额较高、市场流动性过于宽松的情况下，我们预计本月有 MLF 缩量续做的可能。

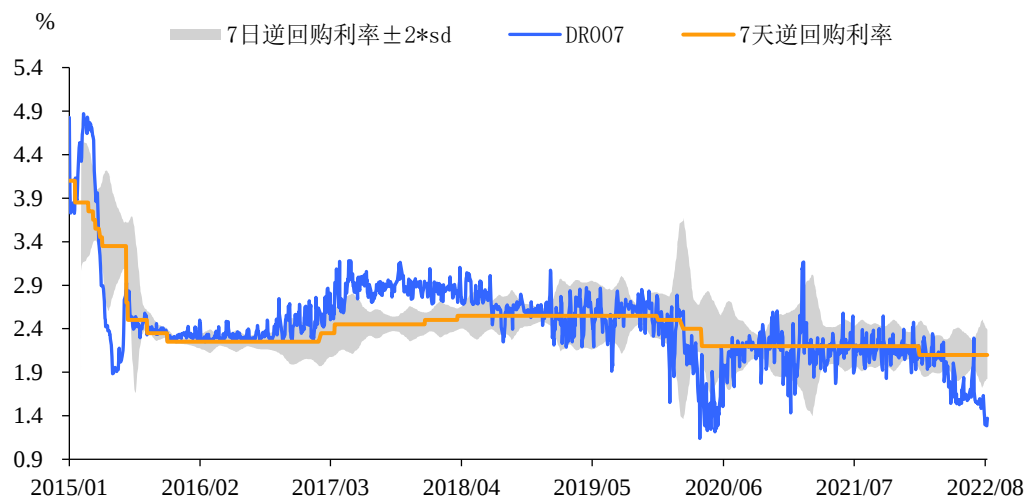
■ **风险提示：**货币政策超预期，新冠疫情扩散超预期

图1：货币政策执行报告表述对比

	2022年二季度货币政策执行报告（2022/8/10）	2022年一季度货币政策执行报告（2022/5/9）
国内经济发展评价	2022年二季度：我国经济顶住压力实现正增长，经济运行总体呈现企稳回升态势。农业生产形势良好，夏粮生产实现丰收；工业生产稳步恢复，物流运输逐步畅通；地方政府专项债发行和使用加快，基础设施投资提速；转型升级态势持续，上半年制造业增加值占国内生产总值的比重较上年同期提高0.7个百分点，汽车、电子等重点行业带动作用进一步增强；就业民生得到保障，城镇调查失业率阶段性上行后在5-6月实现连续两个月下降；绿色转型持续推进，清洁能源消费占比稳步提高；进出口较快增长，国际收支保持平衡，外汇储备稳定在3万亿美元以上。	2022年第一季度：我国经济运行总体实现平稳开局。农业生产形势稳定，春耕备耕有序推进；工业生产较快增长，创新发展态势持续，产业升级带动明显，高技术制造业、装备制造业增加值增速明显快于全部规模以上工业；民生改善继续加强，居民收入持续提高；制造业投资保持较快增长势头，基础设施投资有力回升；绿色转型稳步推进，单位GDP能耗继续下降；外贸外贸继续实现两位数增长，国际收支保持平衡，外汇储备稳定在3.1万亿美元以上。
国内经济展望	当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋严峻复杂，国内经济恢复基础尚需稳固，结构性通胀压力可能加大。一方面，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；另一方面，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。但总的来看，我国经济长期向好的基本面没有改变，经济保持较强韧性，宏观政策调节工具丰富，推动经济高质量发展具备诸多有利条件，要保持战略定力，坚定做好自己的事。	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。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，部分领域投资仍在探底；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。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。
国内通胀评价及展望	全年物价水平将保持总体稳定，但要警惕结构性通胀压力。受消费需求复苏回暖、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等因素影响，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，中核较上半年水平抬升，一些月份涨幅可能阶段性突破3%，对此要密切关注，加强监测研判，警惕通胀反弹压力。	物价形势总体稳定。受国内猪肉价格持续回落等因素带动，一季度CPI涨幅保持在相对低位。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。与此同时，一季度各月PPI同比涨幅趋于收敛，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。总的来看，我国经济运行保持在合理区间，工农业产品和服务供给总体充裕，消费、投资需求仍处在恢复之中，货币政策保持稳健取向，有利于物价走势中长期保持稳定。
世界经济金融形势	高通胀正在成为全球经济发展的最大挑战，主要发达经济体央行加快加码收紧货币政策，叠加疫情反复、地缘政治冲突、能源粮食危机等影响，世界经济增长动能转弱，金融市场震荡和部分经济体“硬着陆”的风险值得关注。 值得关注的趋势和问题： 1、高通胀已成为当前全球经济发展的最主要挑战 2、主要发达经济体增长动能放缓，货币政策面临两难 3、新兴经济体和发展中国家面临通胀攀升、经济放缓、债务积压、货币贬值以及食品和能源危机的“完美风暴”风险	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。一是国际地缘政治局势紧张，不仅扰动全球粮食、能源供给，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，全球化进程面临挫折。二是主要发达经济体通胀屡创数十年新高，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，给世界经济复苏带来波折和挑战。
货币政策回顾	按照“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，落实好稳经济一揽子政策措施，加大稳健的货币政策实施力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、绿色发展、科技创新的支持力度，努力服务实体经济，有效防控金融风险，支持稳定宏观经济大盘。	按照稳字当头、稳中求进的要求，靠前发力，稳健的货币政策灵活适度，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，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，推动实际贷款利率在较低水平上进一步下降，引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持力度，有力支持稳定宏观经济大盘。
下一阶段货币政策目标	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，建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，抓好政策落实，着力稳就业稳物价，发挥有效投资的关键作用，巩固经济回升向好趋势。 着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。	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，稳定宏观经济大盘。 着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。
下一阶段货币政策总基调	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，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，为实体经济提供更有利、更高质量的支持。	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。
信贷	保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性开发性金融工具，重点支持基础设施领域建设，保持货币供应量和社融规模合理增长，力争经济运行实现最好结果。	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。
结构性货币政策	结构性货币政策工具积极做好“加法”，加大普惠小微贷款支持力度，支持中小微企业稳定就业，用好支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款和碳减排支持工具，促进金融资源向重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的行业、市场主体倾斜，培育新的经济增长点。	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。
降成本	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，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。	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。
物价	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。	密切关注物价走势变化，支持粮食、能源生产保供，保持物价总体稳定。
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，坚持底线思维，加强跨境资金流动宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	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。
海外货币政策	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。	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。
防风险	遵循市场化法治化原则，统筹做好经济发展和风险防范工作，保持金融体系总体稳定，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。	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。
房地产	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。	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，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。
专栏	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	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：2022年4月，人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制。自律机制成员银行参考以10年期国债收益率为代表的债券市场利率和以1年期LPR为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。这一机制的建立，可促进银行跟踪市场利率变化，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。 加快推进金融稳定立法建设

数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

图2：DR007 显著低于以 7 天逆回购利率为中枢的布林通道



备注：sd≡逆回购利率与 DR007 点差的滚动标准差

数据来源：Wind, 东吴证券研究所

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_45077

