

还能宽松多久？ ——2022年二季度货币政策执行报告解读

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

研究助理：谢钰

相关报告

1 宏观快报 20211120：政策更加灵活，宽松很有可能——2021年三季度货币政策执行报告解读

2 宏观快报 20220212：稳稳的幸福——2021年四季度货币政策执行报告解读

3 宏观快报 20220509：宽松红利如何体现？——2022年一季度货币政策执行报告解读

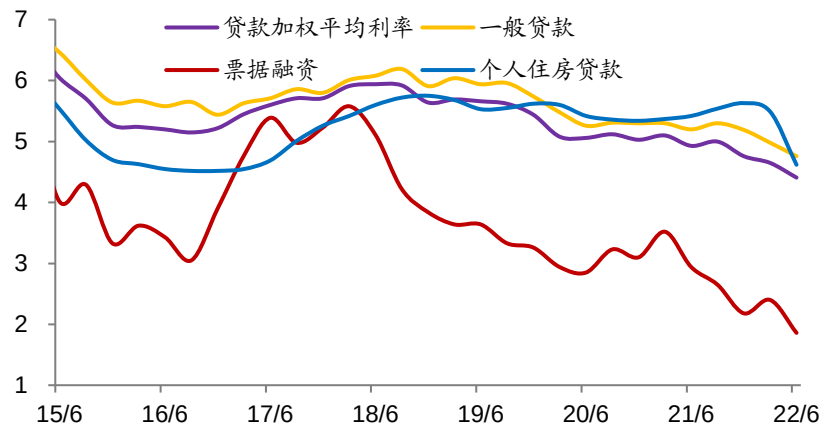
投资要点

- **贷款利率续创历史新低。**央行公布今年二季度金融机构贷款利率较一季度回落 24bp 至 4.41%；其中，一般贷款利率下行 22bp 至 4.76%，票据利率下行 54bp 至 2.4%，房贷利率大幅下行 87bp 至 4.62%，创 2017 年 6 月以来新低。6 月末，金融机构超额准备金率为 1.5%，较 3 月末降低 0.2 个百分点，但比去年同期高 0.1 个百分点。
- **出口份额提升加速人民币国际化。**近日，新的 SDR 货币篮子已正式生效，值得一提的是，人民币在其中的权重由 10.9% 上调至 12.3%，央行在专栏对此作了详细解释。作为 IMF 创设的一种补充性储备资产，SDR 由人民币在内的 5 种货币组成而成。本次人民币权重共计上调 1.36 个百分点，通过 SDR 篮子货币权重的计算公式可以发现稳步增长的出口规模是主要拉动，总计贡献了 0.75 个百分点，强劲的外贸支撑人民币国际化不断提升。紧随其后的官方储备占比贡献了约 0.3 个百分点，而外汇交易占比和国际银行业负债占比的贡献较小，国际债务证券占比则保持不变。尽管上调后的人民币权重仍远低于美元和欧元，但对人民币汇率保持双向波动的平稳走势能构成一定支撑，在当前主要发达经济体加快收紧货币政策的背景下显得尤为重要。展望来看，在币值相对稳定的支持下，外汇储备占比和外汇交易占比等有望进一步提升。
- **信贷支持侧重新经济。**央行在专栏中提出，近年来，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。从信贷需求看，2022 年上半年相较于 2019 年末，制造业的贷款比重小幅回升至 9.4%，而基建和地产等资金密集型领域信贷需求双双走低，具体来看，由于基建投资逐渐向民生领域倾斜，传统“铁公基”的贷款需求趋于走弱。从信贷供给看，贷款结构的调整也源于央行不断推出结构性货币政策工具以精准支持普惠金融、绿色发展、科技创新等领域。结合央行在货币政策部分“不超发货币”的表述，我们认为，信贷大规模支持旧基建和地产等传统行业的可能性较小，而未来货币政策或将更侧重于新经济领域，整体来看，社融和 M2 增速或将保持稳定。
- **应对通胀“未雨绸缪”。**在全球通胀高位运行的背景下，央行本篇报告对于物价的着墨明显增多，且在专栏中特别提示要警惕结构性通胀压力。首先，疫情后的消费复苏回暖或将推动 CPI 加快上行；其次，新一轮“猪周期”也将带动 CPI 食品项涨幅走高；最后，目前国际油价仍处高位，输入性通胀的压力仍然存在。综合来看，下半年 CPI 增速或将阶段性突破 3%。央行在专栏中特别提到，美、欧等国通胀持续走高，与发达经济体央行对通胀形势的误判以及政策调整落后于市场曲线有关，而这也给我国宏观调控带来启示和借鉴。这意味着我国央行或将提前对通胀做以应对，“未雨绸缪做好政策安排”。
- **政策重在追求平衡，地产支持力度加大。**受到国内本土疫情的冲击，二季度经济增速显著下滑，经济的下行压力明显加大，在今年 Q2 货币政策执行报告中，央行对于国内经济展望强调了经济恢复基础尚需稳固，且全球

通胀高位运行的背景下，我国结构性通胀压力可能加大。对于外部环境方面，2022年Q2货政报告提出高通胀正在成为全球经济发展的最大挑战，并提示需要关注部分经济体“硬着陆”的风险。基于这样的判断，在下一阶段货币政策的思路，**一方面，政策重在追求平衡。**Q2报告在工作总基调和要求中强调要“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”，并添加了“不超发货币”的表述，体现了在海外发达经济体加快收紧、国内通胀压力抬升的背景下，政策重点在于追求平衡，这意味着宽松充裕的流动性状态可能难再加码，面临向常态化回归；**另一方面，信贷强调精准适度。**在Q2货政报告对于货币信贷的表述中，央行较Q1报告增加了“适度”的提法，而在结构性货币政策工具运用上，也特别强调“聚焦重点、合理适度、有进有退”，整体来看，央行对于重点领域和薄弱环节的精准支持力度仍有保证，但总体基调上更加克制。

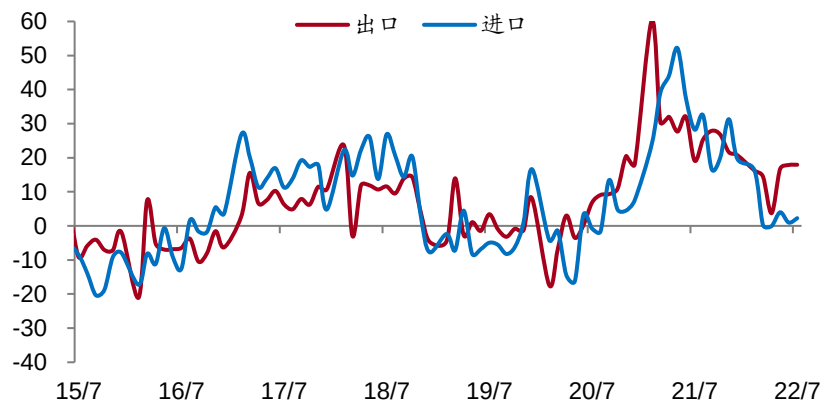
- 近期，由于国内流动性环境较为充裕，DR007已降至1.3%左右的低位，持续低于政策利率，我们预计，在货政报告透露的政策思路之下，后续市场利率或将逐渐向政策利率靠拢回升。此外，海外货币政策收紧和国内物价水平的提升，均对债市利率的进一步下行构成制约，三季度债市利率易上难下，而伴随着利率水平的抬升，也需要关注权益市场的估值调整风险。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

图1：我国金融机构人民币贷款利率（%）



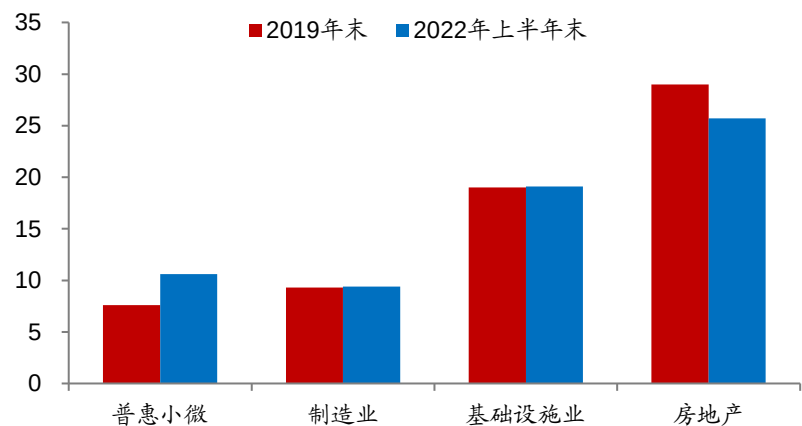
来源：Wind，中泰证券研究所

图2：我国出口与进口同比增速（%）



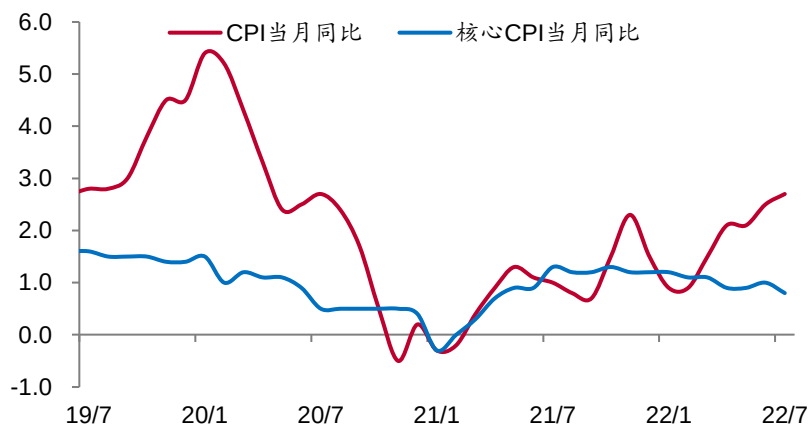
来源：WIND，中泰证券研究所

图3：我国信贷结构变化（%）



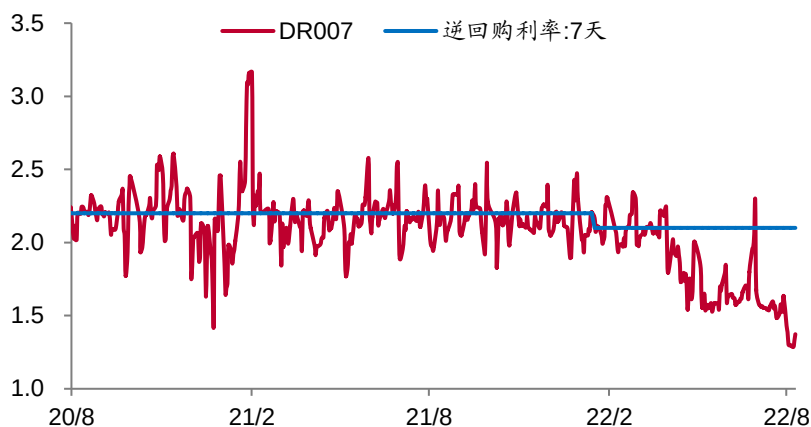
来源：人民银行，中泰证券研究所

图4: CPI及核心CPI当月同比(%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图5: DR007和7天逆回购利率(%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

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_45087

