



温彬：货币政策信号出现新变化



意见领袖 | 温彬、张丽云

8月10日，央行发布2022年二季度中国货币政策执行报告，对国际国内经济发展环境做了详细分析，并对下一阶段货币政策主要操作思路做出部署。

总体来看，通胀形势成为国内外关注的重点，稳物价也成为央行的首要目标。在此之下，下半年增量政策空间有限，更加强调抓好政策措施落实、巩固趋势；信贷注重“总量稳、结构优”，按照市场化、审慎经营原则平稳适度增长；结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，以培育新的经济增长点；需求收缩冲击贷款定价，5年期以上LPR有望继续出现非对称下调；房地产继续因城施策用足用好政策工具箱，统筹做好经济发展和风险防范工作。



本次货币政策执行报告释放的主要信号如下：

信号一：高度关注国内外通胀形势变化，稳物价为央行首要目标

国内外通胀形势变化成为二季度货币政策执行报告最关注的内容，并在保持币值稳定首要目标下，确定下一步货币政策的主要基调。

从国外看，高通胀正在成为全球经济发展的最大挑战。报告指出，近期全球通胀水平持续高位运行，特别是主要发达经济体面临几十年未有的高通胀压力，6月美国CPI、欧元区HICP同比分别上涨9.1%、8.6%，分别创近40年和有统计以来新高；最新公布的美国7月CPI同比涨幅虽降至8.5%，但仍处于历史高位，导致宏观政策陷入稳增长与抗通胀的两难局面。

从国内看，我国上半年通胀走势总体温和平稳，后续一些月份涨幅可能阶段性突破3%，应警惕结构性通胀压力。我国1-6月CPI累计同比上涨1.7%，7月CPI同比上涨2.7%，下半年诸多因素叠加将驱动通胀中枢阶段性抬升。为此央行在“专栏4”中对国内通胀形势进行了详细分析，提出全年物价仍可实现预期目标，但应警惕结构性通胀压力。总体来看，通胀压力来自内外两个方面。全球因素：过去二十年对平抑全球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，能源转型和产业链重构成本增加，全球通胀中枢明显抬升。疫情反复、气候反常、地缘政治冲突等超预期因素还可能加大供需扰动和物价波动的不确定性，外部大环境已发生根本性变化。国内因素：一是疫情受控后未来消费复苏回

暖，可能推动前期 PPI 上涨向 CPI 的传导加快。二是我国 CPI 篮子对食品特别是猪肉价格依赖较大，目前新一轮“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，能源进口成本攀升最终将体现为国内交通出行、相关产业链终端消费品等更广范围的价格上涨。

保持币值稳定是央行首要职责，维护通胀平稳是宏观大盘稳定的题中之义。为避免陷入国外经济体“滞胀”格局，央行将对未来物价走势的边际变化保持高度关注，未雨绸缪做好政策安排。基于对下半年的通胀形势研判，下一阶段的货币政策也将坚持稳健取向，坚持不搞“大水漫灌”、不超发货币，兼顾把握好稳增长、稳就业、稳物价的平衡。同时，要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。为此，央行年中工作会议也提出“要强化粮食安全保障，提升能源资源供应保障能力，加大力度规划建设新能源供给消纳体系。”

信号二：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

央行对海外形势的研判比一季度更为谨慎，认为“外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能转弱”，并指出部分经济体“硬着陆”风险增加。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。

在通胀高位运行环境下，主要发达经济体不惜以经济衰退为代价，加

快收紧货币政策，开启大幅度的加息缩表进程。今年 3 月以来，美联储已累计加息 225 个基点，年内仍有 100 个基点左右的加息空间，并自 6 月开启缩表进程；欧央行在 7 月会议上大幅加息 50 个基点，为近 11 年来首次加息，结束持续 8 年的负利率政策；英央行 8 月 4 日宣布加息 50 个基点，加息幅度创 1995 年来最大记录，自去年 12 月以来已进行六次加息，政策利率由 0.1% 提升至 1.75%。全球进入货币政策紧缩周期，我国货币宽松空间受限；部分经济体“硬着陆”风险加大，外需压力加大影响出口增速，我国经济发展和政策调整的外部约束进一步趋紧。

在全球经济从“滞胀”走向“衰退”、跨境资本流动频繁、国际金融市场波动加剧以及地缘政治冲突持续的环境下，要坚持“以我为主兼顾内外平衡”，保持战略定力，坚定做好自己的事，并注重国内金融市场风险管理，防范输入性风险，避免出现股、债、汇等金融市场的风险共振。

信号三：有效需求不足成为国内稳经济的重要制约，加大普惠小微支持以稳就业

央行对国内经济研判边际乐观、总体谨慎，二季度货币政策执行报告不再强调“三重压力”，指出经济趋势向好，但相较于一季度重点关注疫情散发对经济运行的冲击，当前国内有效需求不足成为稳经济的重要制约，在“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”环境下，稳经济还需付出艰苦努力。

二季度，在稳经济一揽子政策的密集出台下，经济运行呈现企稳回升态势。但从 PMI 和高频数据视角看，制造业需求仍疲软，内生动能偏弱。7 月制造业 PMI 再度回落 1.2 个百分点至 49%，降至 50% 的荣枯线以下，景气较高的领域主要集中在政策刺激的基建和汽车、必需消费品方向上。从金融数据视角看，有效信贷需求不足。居民端，无论是与购房相关的中长期贷款，还是消费相关的短期贷款都相对偏弱；企业端，政府支持的基建领域、结构性货币政策工具运用领域的配套融资支持相对强劲，但其他私人部门信贷需求相对不足，资产荒局面仍未得到有效改善，票据冲量和资金淤积现象突出。这些均反映出经济内生动能不足和疫情冲击过后的有效需求仍未完全修复。

国内经济恢复基础尚需稳固，企业和居民加杠杆意愿仍不强，青年失业率居高，需要进一步加快政策落实，提升政策传导效率，积极扩大内需、稳定有效投资，加大对普惠小微贷款支持力度，支持中小微企业稳定就业。

信号四：增量政策空间有限，更加强调抓好政策措施落实，稳健货币政策内涵发生变化

下一阶段，货币政策“稳字当头、稳中求进”的总基调不变，但结构性通胀压力下，内涵可能有所变化。

二季度货币政策执行报告提出“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，不超发货币，为实体经济提供更有力的、更高质量的支持”，同时，在定调上更加强调“抓好政策措施落实”。意味着货

币政策已阶段性完成“靠前发力”的使命，在内外掣肘因素增多、不过度追求经济增速、推动经济高质量发展的环境下，总量型货币政策工具继续发力的必要性不强，短期内再度降准或下调政策利率的概率较小。

在“不超发货币”、保持流动性合理充裕的前提下，后续将抓好扎实稳住经济的一揽子政策措施落实，用好政策性开发性金融工具，发力支持基础设施领域建设，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。各项结构性再贷款工具和开发性、政策性金融工具发力，将成为下半年信贷的重要支撑。

此外，在前期流动性十分充裕环境下，货币市场利率持续超低位运行带来回购杠杆快速攀升，8月上旬以来 R001 每日成交量已突破 6 万亿元高位，高企的杠杆率会放大资金利率波动的风险。为此，央行提出“深入研判银行体系流动性供求状况，提高操作的前瞻性、灵活性和有效性，稳定好市场预期”。在前期逆回购持续“低量”操作基础上，不排除 8 月 MLF 会小幅缩量续做，边际释放收敛信号，并在后续月份的 MLF 操作中持续净回笼，逐步引导资金利率向政策利率收敛。

信号五：结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，培育新的经济增长点

与一季度类似，央行继续强调“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”，但在结构性货币政策工具使用的总方向上，二季度执行报告强调“聚焦重点、合理适度、有进有退”，注重培育新的经济增长点。

2018 年以来，我国结构性货币政策在不同时间分别指向小微民企、碳减排等重点领域和薄弱环节，稳增长的同时助力经济结构调整，兼顾“稳总量、调结构、促平衡、防风险”之间的平衡，在提升货币传导效率、落实产业政策、助力企业复工复产以及加大支持实体经济等方面发挥了重要作用，成为宽货币和宽信用的重要抓手。今年结构性货币政策工具积极做好“加法”，4 月以来政策层面已先后推出 4400 亿元再贷款工具，包括 2000 亿元科技创新再贷款、1000 亿元交通物流领域再贷款、1000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度以及 400 亿元普惠养老领域再贷款，并将普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍，着力支持科技、物流、绿色、养老、小微等领域，将撬动 1 万亿元以上资金，支持信贷平稳增长。

但如同前期央行副行长陈雨露表示，结构性货币政策兼具总量调节和结构性调节双重功能，既能实现精准滴灌的政策效果，又能够对总量调控作出贡献，央行在总量框架下运用结构性货币政策工具，会根据经济发展的不同时期、不同阶段的重点需要“有进有退”，与总量型的政策工具形成一个良好配合。为此，在后续“培育新的经济增长点”“为实体经济提

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_45123

