



稳字当头的双重含义 ——二季度货币政策委员会例会解读



来源：轩言全球宏观

作者：

谢亚轩 招商证券首席宏观分析师

马瑞超 招商证券宏观分析师

事件：6月28日，央行货币政策委员会召开第二季度例会。相比一季度，此次会议强调“国内外环境复杂严峻”，警示“防范外部冲击”，要求下一阶段货币政策加大普惠金融与绿色金融支持力度，“维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性”。

核心观点：

影响下半年货币政策的主要因素：

结合当前经济金融形势与此次例会，货币政策的核心目标已经发生变化，“防风险”将成为下半年影响货币政策的重要主题：

美国货币政策正常化进程带来外部环境的不确定性，其收紧倾向将限制我国货币政策空间；

监管对金融风险的重视程度提升，“防风险”通常需要合理适度的货币政策相配合；

国内经济增速收敛，但货币政策并非“非松不可”；

流动性趋向收紧，货币政策需持“稳”应对。

启示与展望：

从本次会议强调的“防风险”视角出发，我们认为货币政策短期仍将以“稳”为主：一方面，美国货币政策正常化进程何时开启尚未明晰，国内政策需以“稳”字诀应对外部政策的不确定性，才能占据主动；另一方面，化解金融风险需要稳定的货币环境相配合，过快转紧与持续宽松均不利于“防风险”任务的推进。

在本月举办的陆家嘴论坛上，易纲重申“稳字当头”四字原则。我们认为：与上半年“稳字当头”主要强调通过政策稳定来巩固经济增长不同，下半年的“稳”字中增加了“防风险”的政策意味。面对下半年可能出现的外部变数、金融风险、经济增长等多项约束，坚持“稳字当头”仍将是货币政策应对复杂形势的最优解。

以下为正文内容：

一、会议要点与解读

形势分析：强调“国内外环境复杂严峻”，要求“防范外部冲击”。此次会议延续一季度《货币政策执行报告》的判断，认为我国经济运行“稳中加固、稳中向好”。但对未来形势的研判方面，此次会议新增“但国内外环境依然复杂严峻”，去掉关于“积极因素明显增多”等表述，要求“加强国际宏观经济政策协调，防范外部冲击”。从此次例会行文变化可以明

显看出，央行在肯定国内经济运行成效的同时，深切忧虑外部风险可能对国内经济造成的冲击，政策导向明确向“防风险”倾斜。这与6月召开的陆家嘴会议上，多位央行领导提出的防范外部风险一脉相承。由此可见，在美联储即将开启货币正常化之际，维护金融稳定已成为下一阶段货币政策的重点。

对内政策导向：仍将“普惠”和“绿色”作为下一阶段货币政策的重点，改革方面提出“调整存款利率自律上限确定方式”。普惠金融方面，会议要求“落实好”普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划延期工作，不再沿用上期例会“延续”上述工作的表述，反映出央行未来将更加重视对现有政策的执行；将“加大再贷款再贴现支持普惠金融力度”改为“加大力度支持普惠金融”，暗示不再仅靠再贷款与再贴现两项工具来支持普惠工作。绿色金融方面，会议新增“研究设立碳减排支持工具”，意味着要加快碳减排支持工具研发进度，尽早推出。利率市场化方面，会议新增“调整存款利率自律上限确定方式”，体现出央行将在保留存款利率“压舱石”的基础上，意图加强利率自律机制管理来引导实际贷款利率进一步降低。

对外政策导向：强调深化汇率市场化改革，新增“促进内外平衡”。相比上期例会，此次会议在深化汇率市场化改革部分，新增“促进内外平衡”，说明下一阶段货币政策需合理把握利率、汇率改革进度，将“维护经济大局总体平稳，促进内外平衡，增强经济发展韧性”作为总体目标。

二、影响下半年货币政策的主要因素

随着国内外经济金融形势的演化，货币政策面临的核心约束已经发生变化。此次会议明确提出国内外环境的复杂严峻形势，强调注意防范风险。由此可见，“防风险”正在成为下半年货币政策的核心主题。围绕“防范外部风险，维护金融稳定”，联储政策、金融风险、经济放缓与流动性趋紧等因素可能对下半年货币政策产生突出影响：

（一）美国货币政策正常化节奏带来外部环境不确定性，其收紧倾向将限制我国货币政策宽松空间

上半年，联储延续抗疫期间的超宽松货币政策：一方面，继续维持联邦基金利率在 0—0.25% 区间；另一方面，坚持 1200 亿美元/月的购债规模，继续刺激美国经济复苏上行。但随着美国疫苗接种的普及与国内需求的恢复，美国通胀水平迅速走高，5 月已触及历史高位，并尚未出现短期回落迹象。对此，市场呼吁美联储尽快调整货币政策，以应对通胀问题，联储政策转向的压力不断加大。基于去年开始执行的货币政策新框架，联储始终将“促就业”的政策优先级置于“防通胀”之前，仍坚称当前通胀只是暂时的。

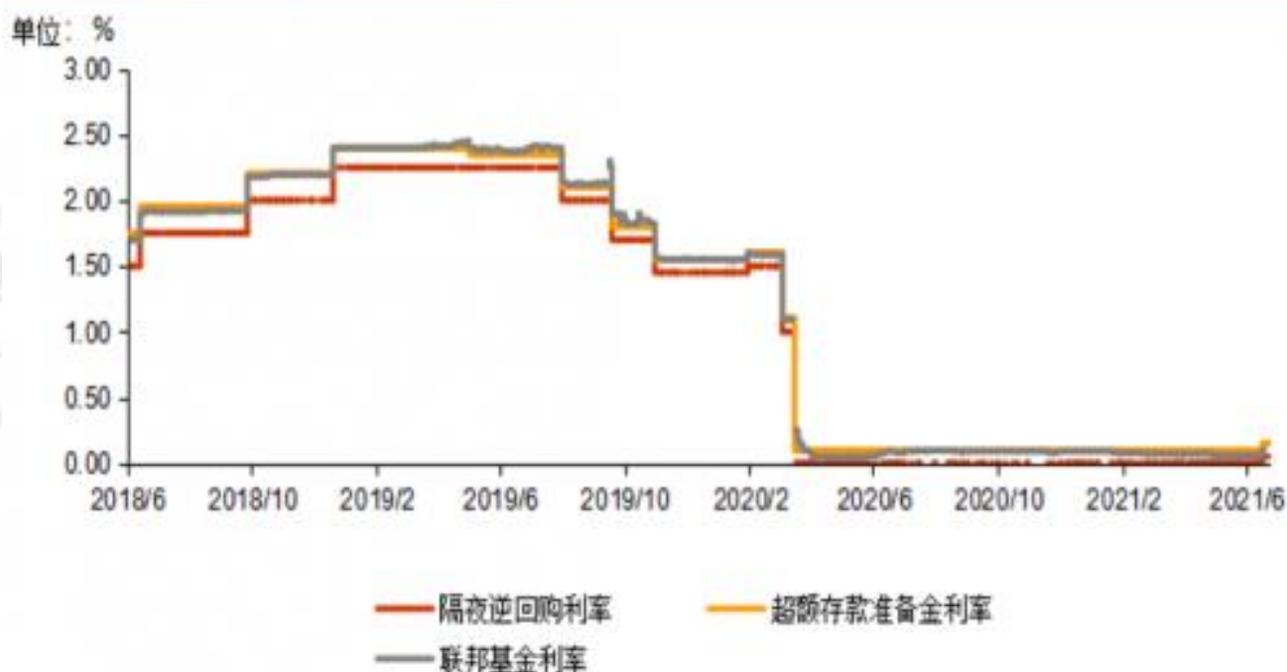
但在 6 月 17 日结束的 FOMC 会议上，联储却透露出退出宽松的信号：一是上调了超额存款准备金利率与隔夜逆回购利率，意味着联邦基金利率走廊中枢上移；二是点阵图上调了对 2023 年加息次数的预测，上调至加息 2 次，认同 2022 年加息的人数也有所上升；三是表明将公开讨论缩减

购债议程。对此，市场普遍认为联储已做好开启 QE 退出进程的准备，鹰派的声音占据上风。我们认为：虽然联储没有清晰描绘 Taper 前景，但对加息进程的预测暗示削减购债的日期临近，这次 FOMC 会议可能意味着美联储将拉开货币政策正常化的序幕。

参考 2013 年首次 QE 退出进程，我们预计联储最早将于 8 月开始释放缩减购债的信号，在 9-11 月的议息会议上公开讨论，于今年年底或明年初开始行动。一旦美国开启货币政策化进程，势必对我国货币政策带来溢出影响。到时，美元汇率可能走强，美元利率或将抬升，跨境资本流动可能被抑制、甚至出现回流。上述因素将通过预期渠道、资产组合平衡渠道和流动性渠道对我国经济金融环境产生影响，需要我国货币政策进行调控应对。

因此，下半年随着美国货币政策正常化进程的开启，我国货币政策宽松空间将被压缩。央行《货币政策报告》自去年四季度起，即开辟专栏关注大国货币政策溢出风险；一季度报告聚焦美债收益率上行，判断美债收益率上行与联储调整货币政策对我国的影响。由此可见，央行高度重视联储货币政策变化可能带来的冲击影响，并由此评估我国货币政策空间。

图 1：6 月联储货币政策利率走廊小幅上移



资料来源：Wind，招商证券

(二) 监管对金融风险的重视程度提升，“防风险”通常需要合理适度的货币政策相配合

下半年，若美联储货币政策正常化进程叠加国内经济增速放缓，极易引发金融风险。在天量美元的推动下，房地产、虚拟货币、潮鞋等资产价格出现显著上涨。但联储即将展开的政策转向，可能引爆一系列风险，对金融市场稳定提出挑战。对此，郭树清主席在 6 月陆家嘴论坛上，发表题为“加快构建新发展格局 努力防止金融风险再次蔓延”的主旨演讲，细数国内金融四大风险来源，研判当前主要金融风险点主要集中在外部。此次会议重申“防范外部冲击”，说明金融风险已被监管所重视，将成为影响货币政策的主题之一。

近期金融监管迅速加强，防风险的重视程度大幅提升。早在5月召开的第51次金融委会议上，国务院就要求“坚决防控金融风险”，将金融稳定上升为下一阶段的重点工作。在此指引下，近期新一轮的监管风暴已经开启。就金融委提出的“打击比特币挖矿和交易行为”，央行本月约谈部分银行和支付机构，禁止参与虚拟货币交易炒作行为；就金融委提出的“严厉打击证券违法行为”，证监会出台《证券市场禁入规定》，依法打击各类资本市场违法违规行为；就金融委提出的“推动中小金融机构改革化险，着力降低信用风险”，银保监会开始就《银行保险机构关联交易管理办法》(征求意见稿)公开征求意见，加快补齐监管制度和法律短板。

“防风险”导向下，货币政策易紧难松。维护金融稳定是央行的两大职责之一，对此央行探索建立“货币政策+宏观审慎”双支柱政策体系。尽管宏观审慎政策可在一定程度上分担货币政策维护金融稳定的压力，但仍需要货币政策提供适宜的货币环境来配合。据此推断，面对下半年金融风险压力增大、防风险重视程度提升的形势，货币政策将在避免政策转向过快从而引爆风险的基础上，防止政策过度宽松，助长金融风险。

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_31972

