

2022 年第一季度货币政策执行报告点评

货币政策的四个转变

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn
常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



事件：2022 年 5 月 9 日，央行发布 2022 年第一季度中国货币政策执行报告。

一、**贷款投放从“扩大”转为“合理”**。下一阶段主要政策思路中，将“引导金融机构有利扩大信贷投放”改为“引导金融机构合理投放贷款”。今年一季度贷款增速的“筑底”，存在银行依靠票据、短贷等的冲量行为，而央行在“坚持不搞‘大水漫灌’”的理念下，更加关注中长期贷款的增长动能。后续信贷的稳定增长，一方面依靠于重点领域（绿色和制造业）贷款保持强劲增长；另一方面则有赖于房地产领域的信贷修复。

二、**结构性工具的方向更加细化**。货币政策将强化对受疫情影响较大行业、“乡村振兴”、碳减排和煤炭清洁利用、科技创新、普惠养老的结构性支持。值得注意的是，本次报告披露一季度碳减排支持工具向金融机构发放资金仅 530 亿，不及去年 11-12 月的 856 亿，或与所支持的领域范围偏窄或审批标准严格有关。

三、**降融资成本的重心转移到存款利率上来**。将降低企业融资成本的重心从发挥 LPR 改革效能（主要意味着银行压缩贷款利率与 MLF 利率之间的点差），转移到存款利率市场化调整（要求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）。其主要原因或许在于，前者效能释放已较充分。考虑到目前商业银行净息差和利润率已呈现难以进一步压缩的势头，后续贷款平均利率下行的幅度可能进一步逼近于 LPR 下行的幅度。因此，降低银行负债成本，就成为拓宽贷款利率下行空间的更重要途径。

四、**货币政策面临汇率、物价两大掣肘**。新增了“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”，凸显出在农产品、能源等国际大宗商品价格再上涨的情况下，“稳物价”成为排在稳增长和稳就业之后的重点目标。

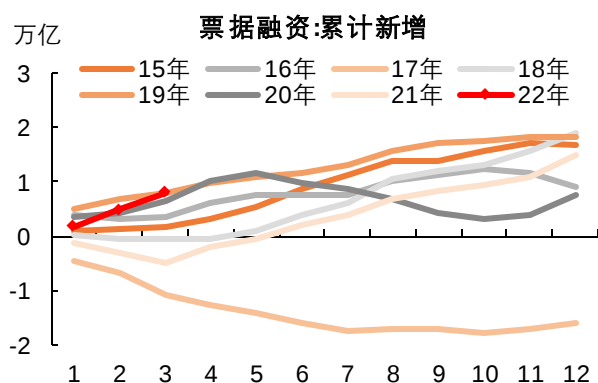
➢ **本次报告对汇率的表述变化较大**：一是，相关部分去掉了“增强人民币汇率弹性”，改为“坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”。这显然是在近期人民币汇率大幅贬值情况下做出的政策调整。二是，把“以我为主，处理好内部均衡和外部均衡的平衡”改为“密切关注主要发达经济体货币政策调整，以我为主兼顾内外平衡”。当前中美利差倒挂，对于跨境资本流动、对于人民币汇率的不利影响不容忽视，这无疑是货币政策更大的掣肘所在，也是本次货币政策执行报告强调合理投放贷款、细化结构性工具使用、在存款利率上寻求空间的重要原因。

2022年5月9日，央行发布2022年第一季度中国货币政策执行报告，向市场传递货币政策的进展与下一阶段方向。以下四大变化值得关注。

一、贷款投放从“扩大”转为“合理”

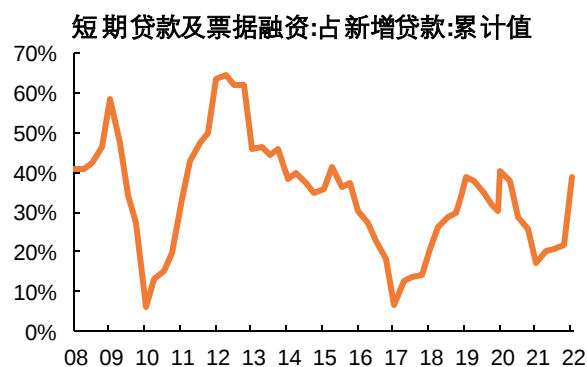
下一阶段主要政策思路中，将“引导金融机构有力扩大信贷投放”改为“引导金融机构合理投放贷款”。其背景是，今年一季度新增人民币贷款中的票据融资规模猛增：1-3月其累计投放量8027亿元，超过2019年，为2010年以来最高；其占今年一季度全部新增人民币贷款的比例上升至9.62%，比去年四季度高出2.1个百分点。而一季度短期贷款和票据融资合计占新增人民币贷款的38.69%，比去年四季度猛增17.2个百分点。也就是说，今年一季度贷款增速的“筑底”，存在银行依靠票据、短贷等的冲量行为，而央行在“坚持不搞‘大水漫灌’”的理念下，更加关注中长期贷款的增长动能，更加注重“增强信贷总量增长的稳定性”。

图表1 2022年一季度票据融资创2010年以来新高



资料来源:wind, 平安证券研究所

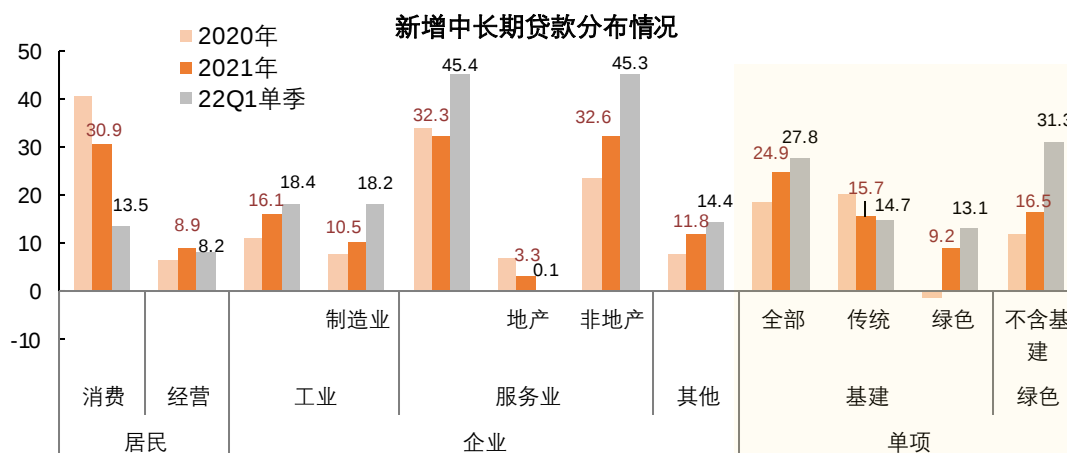
图表2 2022年一季度短贷和票据融资占比大幅攀升



资料来源:wind, 平安证券研究所

我们根据央行发布的贷款投向统计报告估计，一季度中长期贷款中：绿色领域贷款占比达到44.4%，相比2021年的25.7%大幅提升；制造业占比达到18.2%，2021年占比仅10.5%；而房地产领域占比仅13.6%，相比2021年的34.2%大幅下滑。可见后续信贷的稳定增长，一方面依靠于重点领域（绿色和制造业）贷款保持强劲增长；另一方面则有赖于房地产领域的信贷修复。本次报告中遵循4月中央政治局会议的部署，新增了“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”的目标，将对此有所助益。

图表3 2022年一季度中长期贷款投向绿色领域的比例相比2021年大幅上升(%)



资料来源:Wind, 平安证券研究所

二、结构性工具的方向更加细化

新增“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”，对结构性工具的指引更加明确、具体。在引导金融机构合理投放贷款的目标下，本次报告指出了以下结构性工具发力的重点方向。

一是，针对国内疫情反弹的形势，新增了“适时增加支农支小再贷款额度，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”。二是，支持煤炭清洁高效利用专项再贷款部分，更细化地指出了具体方向“合理满足煤炭安全生产建设、发电企业购买煤炭、煤炭储备等领域需求，保障电力煤炭等能源稳定供应”。三是，“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改造升级的支持力度”。不过值得注意的是，本次报告披露一季度碳减排支持工具向金融机构发放资金仅 530 亿，不及去年 11-12 月的 856 亿，可能与所支持的领域范围偏窄或审批标准严格有关。四是，“加快推动科技创新和普惠养老两项专项再贷款落地生效……引导金融机构加大对企业科技开发、技术改造和普惠养老机构等的金融支持力度”。

总结而言，货币政策将强化对受疫情影响较大行业、“乡村振兴”、碳减排和煤炭清洁利用、科技创新、普惠养老等的结构性支持。

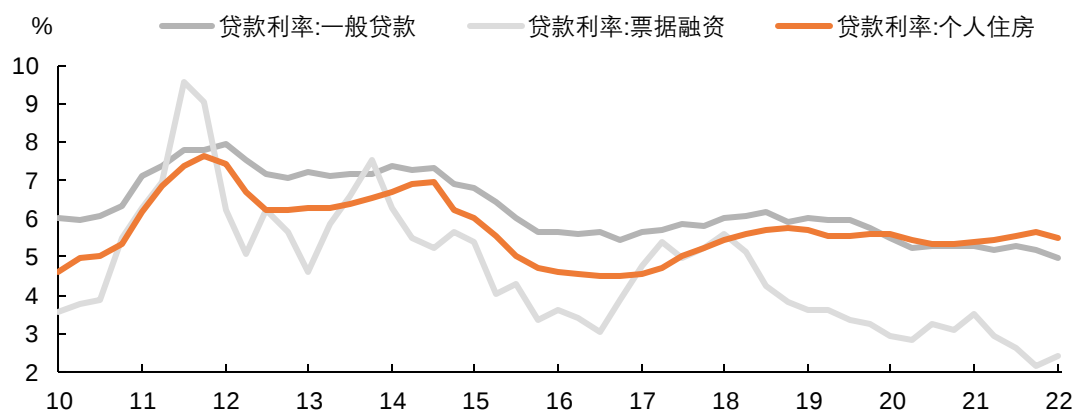
三、降融资成本的重心转移到存款利率上来

在下一阶段“深化利率、汇率市场化改革，畅通货币政策传导渠道”部分，把“加强存款利率监管”提到了“发挥 LPR 改革效能”之前，强调“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”。并在专栏 3 中首次详细介绍了 2022 年 4 月“建立存款利率市场化调整机制”的情况。

将降低企业融资成本的重心从发挥 LPR 改革效能（主要意味着银行压缩贷款利率与 MLF 利率之间的点差），转移到存款利率市场化调整（要求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，对存款利率市场化调整及时高效的金融机构给予适当激励），其主要原因在于，前者效能释放已较充分。2022 年一季度，金融机构一般贷款加权平均利率为 4.98%，比去年四季度下降 21bp，这个降幅仅高出 LPR 的降幅 6bp；作为对比，2019 年三季度到 2020 年二季度，金融机构一般贷款利率下降 70bp，其间 LPR 下降了 46bp。可见，金融机构 LPR 下调对贷款利率下行的带动作用已明显减弱。考虑到目前商业银行净息差和利润率已呈现难以进一步压

缩的势头，后续贷款平均利率下行的幅度可能进一步逼近于 LPR 下行的幅度。因此，降低银行负债成本，就成为拓宽贷款利率下行空间的更重要途径。

图表4 2022 年一季度一般贷款加权平均利率进一步下行 21bp，个人住房贷款利率亦回落 14bp



资料来源:Wind, 平安证券研究所

根据本次报告披露，农中建交邮储等国有银行和大部分股份制银行均已于 4 月下旬下调了其 1 年期以上期限定期存款和大额存单利率，部分地方法人机构也相应做出下调。4 月最后一周（4 月 25 日-5 月 1 日），全国金融机构新发生存款加权平均利率为 2.37%，较前一周下降 10 个基点。这个不小的幅度，将有效带动贷款利率进一步下行。

四、 货币政策面临汇率、物价两大掣肘

本次报告新增了“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”，凸显出在农产品、能源等国际大宗商品价格再上涨的情况下，“稳物价”成为排在稳增长和稳就业之后的重点目标。今年上半年的通胀压力主要体现在能源价格上涨形势下，PPI 环比持续为正，导致 PPI 同比下行偏缓；下半年的通胀风险则在于 PPI 向 CPI 传导加强、猪周期启动和粮价上涨，9 月和 12 月可能存在 CPI 破 3% 风险。在此情况下，货币政策需要维护好 M2 和社融增速与名义 GDP 增速相匹配，并避免顺通胀预期而动。

本次报告对汇率的表述变化较大：一是，去掉了“增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能”，改为“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”。这显然是在近期人民币汇率大幅

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_41464

