

一季度央行货币政策报告的 8 大关注点

报告日期: 2022-05-10

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_对三季度央行货币政策报告的 6 点理解》2021-11-20
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_测算: LPR 还有再降息空间吗?》2022-01-10
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_数读 LPR 调降》2022-01-20
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_稳信贷表述更加积极——央行 21Q4 货币政策报告解读》2022-02-13
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观专题_5.5%的底气在哪里?——2022 政府工作报告解读》2022-03-05
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_通胀的内核是通缩, 仍可能小步慢跑地宽松》2022-04-17
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_百年变局之下, 坚定看多中国——4 月政治局会议点评》2022-04-29

主要观点:

- **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》。本文总结了央行货币政策执行报告的 8 大关注点:
- **1.经济:** 央行认为全球增长放缓, 市场震荡加剧; 国内面临内外部风险挑战, 要“主动果断作为”
全球经济: 央行认为受疫情、地缘政治冲突、发达国家货币收紧等影响, 全球增长放缓, 通胀走高, 市场震荡加剧。未来着重关注地缘局势紧张、主要发达经济体货币政策加速收紧以及发展中国家面临的粮食、能源安全和债务问题。
中国经济: 央行认为我国经济“开局总体平稳”, 但仍担心内外部风险, 外部主要指地缘政治、通胀、货币收紧、疫情等; 内部风险则重申“三重压力”, 新增关注近期疫情对消费、工业等扰动。不过, 央行以积极笔调收尾, 即“有能力战胜困难”、要“主动果断作为”, 意在提振信心。
- **2.物价:** 央行认为“物价形势总体稳定”, “淡定”的背后有些许“隐忧”; 我们认为 CPI 上、PPI 下, 物价有三大关注点
央行认为“物价形势总体稳定”, 但与 2021Q4 报告相比, 新增“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”。我们对通胀的总体走势与央行预测一致, 即 2022 年 CPI 上、PPI 下, CPI-PPI 剪刀差触底反弹。根据我们最新预测, 受猪价上行, 油价维持高位, 消费在疫情之后逐渐恢复等影响, CPI 同比后续将逐渐上行, 三季度可能破 3%, 全年累计同比可能为 2.5% 左右; 受地缘政治冲突拉动大宗商品价格, 以及扩基建、稳地产等影响, PPI 同比虽逐渐回落, 但上半年回落速度可能偏缓, 例如同比持续在 6% 以上, 全年累计同比可能为 5% 左右。此外, 围绕物价关注三点可能的演化: 短期上游原材料价格下行可能不顺; 下半年“困境反转”机会; 部分行业结构性涨价机会等。
- **3.货币政策:** 强调“稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度”, 但同时关注物价和海外货币政策, 预计短期全面降准降息难, 结构性货币政策将成主力
央行指出“稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度”, 但弱化了跨周期调节表述, 并延续坚持不搞“大水漫灌”, 同时关注物价稳定和海外货币政策, 叠加美联储可能鹰派加息, 预计国内短期全面降准降息较难。不过, 央行将更注重结构性货币政策的运用, 支持农业、小微、科技、养老、物流等领域, 且可能通过压降存款利率的方式降低贷款利率, LPR 仍有调降可能, 从而推动降低企业综合融资成本。
- **4.信贷社融:** 宽信用表述有所弱化; 我们预计信用将逐步走宽, 但结构好转仍需等待。
《报告》对宽信用的表述较 2021Q4 报告弱化, 即虽然延续提出“增强信贷总量增长的稳定性”, 但将“引导金融机构有力扩大贷款投放”改成“引导金融机构合理投放贷款”, 对宽信用的表述有所弱化。维持此前判断, 即 3 月起预期的社融背后是略改善的实体需求, 但真实情况仍不及 2020 年下半年和 2021 年, 因此稳增长政策仍需继续加速加码。我们预计后续信贷社融将逐渐走宽至三季度, 结构好转仍需等待。
- **5.汇率:** 延续“保持汇率基本稳定”, 我们认为人民币汇率短期仍有贬值压力
央行延续指出“增强人民币汇率弹性, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。4 月初以来美元指数累计升值 5.2%, 期间人民币兑美元累计贬值 5.3%, 中美 10 年期国债收益率利差从 40bp 左右急速缩窄

至-30bp，中美利差持续倒挂，带动一部分外资流出，人民币出现贬值压力。但除此之外，人民币贬值也受国内疫情反复和出口下滑等影响。往后看，预计人民币汇率短期仍有贬值压力，后续贬值幅度将下降或变成双向浮动。

● **6. 房地产：延续“房住不炒”，我们认为“稳地产”政策将在供需端进一步加码。**

央行延续“房住不炒”，与2021Q4报告相比，本次《报告》将“实施好房地产金融审慎管理制度”改为“稳妥实施房地产金融审慎管理制度”，新增“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”（与4.29政治局会议一致）。根据央行数据，3月末房地产贷款余额同比增速较上年末下降1.9个百分点至6%，地产融资仍未明显改善，再结合3月地产投资回落、拿地销售开竣工跌幅扩大来看，地产基本面仍差。预计后续“稳地产”政策将在供需端进一步加码。

● **7. 金融风险：延续强调“坚持底线思维，增强系统观念”，此外关注宏观审慎政策、金融控股公司、金融法治建设、重点领域风险等。**

延续强调“坚持底线思维，增强系统观念”，“健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，构建防范化解金融风险长效机制”。与2021Q4报告相比，本次《报告》多方面突出对金融风险的防范，包括：1）新增“丰富宏观审慎政策工具箱”；2）新增“推动系统重要性银行按时满足附加监管要求”；3）突出“统筹监管金融控股公司”；4）制定金融稳定法；5）指出“突出重点抓好防范化解金融风险工作，压降存量风险、严控增量风险”。

● **8. 专栏重点：总结健全现代货币政策框架成效，实施金融控股公司监管，建立存款利率市场化调整机制（类似“变相降息”），加快推进金融稳定立法建设。**

1）专栏1《健全现代货币政策框架取得明显成效》主要是对过去一段时间健全现代货币政策框架的总结。

2）专栏2《从宏观审慎管理视角实施金融控股公司监管》详细介绍了实施金融控股公司监管的具体工作。

3）专栏3《建立存款利率市场化调整机制》总结了存款利率市场化改革的进展，以及2021-2022年两次调整起到了“变相降息”的作用。

4）专栏4《加快推进金融稳定立法建设》对《金融稳定法（征求意见稿）》进行了要点介绍。

● **风险提示**

经济增长不及预期，政策执行力度不及预期，房地产下行速度超预期。

正文目录

1 经济：央行认为全球增长放缓，市场震荡加剧；国内面临内外部风险，要“主动果断作为”	5
2 物价：央行认为“物价形势总体稳定”，“淡定”的背后有些许“隐忧”；我们认为 CPI 上、PPI 下，有三大关注点	6
3 货币政策：强调“稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度”，但同时关注物价和海外货币政策，预计短期全面降准降息难，结构性货币政策将成主力	7
4 信贷社融：宽信用表述有所弱化；我们预计信用将逐步走宽，但结构好转仍需等待	8
5 汇率：延续“保持汇率基本稳定”，我们认为人民币汇率短期仍有贬值压力	9
6 房地产：延续“房住不炒”，我们认为“稳地产”政策将在供需端进一步加码	10
7 金融风险：延续强调“坚持底线思维，增强系统观念”，此外关注宏观审慎政策工具箱、金融控股公司、金融法治建设、重点领域风险等	10
8 专栏重点：总结健全现代货币政策框架成效，实施金融控股公司监管，建立存款利率市场化调整机制（类似“变相降息”），加快推进金融稳定立法建设	10
风险提示：	11

图表目录

图表 1 全球增长放缓	6
图表 2 中国经济下行压力加大	6
图表 3 CPI 和 PPI 测算	7
图表 4 CPI-PPI 测算	7
图表 5 流动性总体充裕	8
图表 6 贷款利率整体小幅下降	8
图表 7 4 月以来人民币汇率持续贬值	9

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》(下文简称《报告》),就货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行、宏观经济分析、货币政策趋势进行阐述。此外,央行撰写了4个专栏,分别是《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》、《加快推进金融稳定立法建设》。一季度央行货币政策执行报告有以下8大关注点:

1 经济: 央行认为全球增长放缓, 市场震荡加剧; 国内面临内外部风险, 要“主动果断作为”

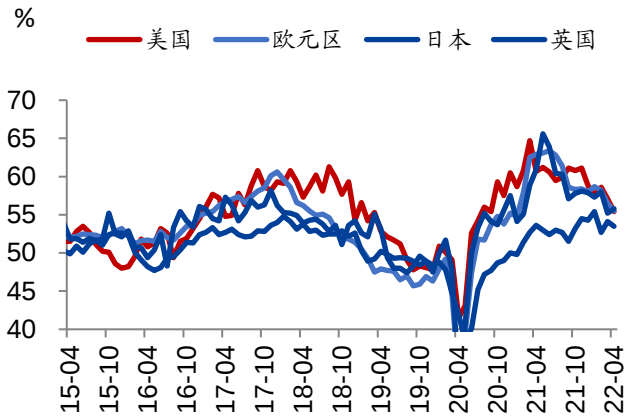
全球经济: 央行认为受疫情、地缘政治冲突、发达国家货币收紧等影响, 全球增长放缓, 通胀走高, 市场震荡加剧。未来着重关注地缘局势紧张、主要发达经济体货币政策加速收紧以及发展中国家面临的粮食、能源安全和债务问题。

央行认为“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, 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”, 2021Q4为“2021年以来全球经济复苏放缓, 供应瓶颈仍未根本缓解, 海外通胀压力上升, 发达经济体劳动力市场出现结构性变化”。与此前相比, 本次报告更加担心疫情、地缘政治冲突、发达国家收紧货币政策对全球经济、通胀、金融市场的影响。对未来关注的问题方面, 2021Q4主要关注新冠肺炎疫情、主要发达经济体宏观政策转向、通胀预期脱锚风险, 本次会议则着重强调了地缘局势紧张、主要发达经济体货币政策加速收紧以及发展中国家面临的挑战, 指出“发达经济体货币政策收紧进程目前尚在起步阶段, 未来演进及影响值得高度关注”, 以及关注发展中国家粮食、能源安全, 债务危机等问题。

中国经济: 央行认为我国经济“开局总体平稳”, 但仍担心内外部风险, 外部主要指地缘政治、通胀、货币收紧、疫情等; 内部风险则重申“三重压力”, 新增关注近期疫情对消费、工业等扰动。不过, 央行以积极笔调收尾, 即“有能力战胜困难”、要“主动果断作为”, 意在提振信心。

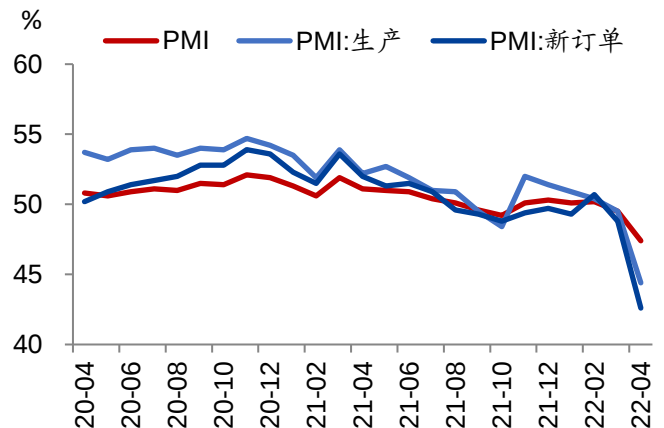
央行认为“我国经济开局总体平稳”, 但仍密切关注内外部风险。《报告》延续4.29政治局会议的表述, 即“新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多, 我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”, 外部风险指的是地缘政治紧张对大宗商品价格和供应链造成的扰动, 以及海外通胀、货币收紧、疫情蔓延等影响。内部风险延续2021年底中央经济工作会议以来的“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”, 并着重强调了近期疫情对接触性消费、工业生产、产业链供应链等造成的扰动。尽管如此, 与2021Q4相比, 本次报告新增较为积极的表述, 即“同时要看到, 当前我国发展有诸多战略性有利条件, 经济体量大……完全有能力、有条件战胜困难挑战”, 并新增“主动果断作为、积极应变克难”, 意在提振信心。

图表 1 全球增长放缓



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 中国经济下行压力加大



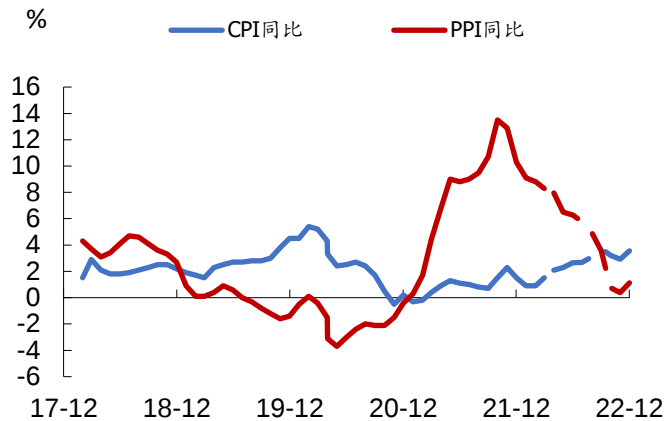
资料来源: wind, 华安证券研究所

2 物价：央行认为“物价形势总体稳定”， “淡定”的背后有些许“隐忧”；我们认为 CPI 上、PPI 下，有三大关注点

央行认为“物价形势总体稳定”，2021Q4 为“通胀压力总体可控”。对 CPI 和 PPI 的看法与 2021Q4 保持一致，即较为“淡定”，比如延续指出“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；“未来 PPI 可能延续总体回落态势”。但与 2021Q4 报告相比，新增“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”，指的应是地缘政治冲突持续发酵下的国际大宗商品价格上涨压力；此外，2021Q4 报告指出“我国经济供求基本平衡”，本次报告则具体表述为“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”，我们理解应也是表达供求基本平衡之意，但也需密切跟踪供需的变化。

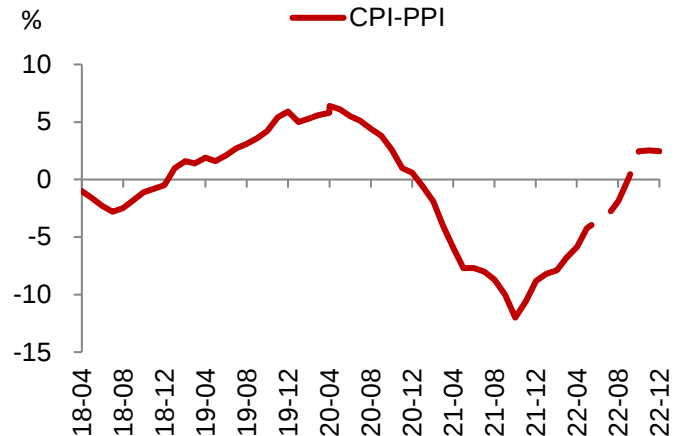
我们对通胀的总体走势与央行预测一致，即 2022 年 CPI 上、PPI 下，CPI-PPI 剪刀差触底反弹。根据我们最新预测，受猪价上行，油价维持高位，消费在疫情之后逐渐恢复等影响，CPI 同比后续将逐渐上行，三季度可能破 3%，全年累计同比可能为 2.5% 左右；受地缘政治冲突拉动大宗商品价格，以及扩基建、稳地产等影响，PPI 同比虽逐渐回落，但上半年回落速度可能偏缓，例如同比持续在 6% 以上，全年累计同比可能为 5% 左右。此外，围绕物价关注三点可能的演化：第一，俄乌冲突，基建发力，地产宽松，上游原材料价格可能难以顺利下行（参考报告《扩基建、稳地产，对通胀有何影响？》）；第二，若第一种情况风险不明显，则随着消费恢复、价格传导加强，部分行业下半年可能迎来“困境反转”机会（参考报告《价格传导加强，困境反转来了？》）；第三，可关注部分行业结构性涨价机会（参考报告《数说价格传导之谜——通胀系列之二》）。

图表 3 CPI 和 PPI 测算



资料来源: wind, 华安证券研究所测算 注: 虚线代表预测值

图表 4 CPI-PPI 测算



资料来源: wind, 华安证券研究所测算 注: 虚线代表预测值

3 货币政策：强调“稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度”，但同时关注物价和海外货币政策，预计短期全面降准降息难，结构性货币政策将成主力

央行指出“稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度”，但弱化了跨周期调节表述，并延续坚持不搞“大水漫灌”，同时关注物价稳定和海外货币政策，叠加美联储可能鹰派加息，预计国内短期全面降准降息较难。不过，央行将更注重结构性货币政策的运用，支持农业、小微、科技、养老、物流等领域，且可能通过压降存款利率的方式降低贷款利率，LPR 仍有调降可能，从而推动降低企业综合融资成本。

《报告》总体延续 2022 年两会、央行货币政策委员会一季度例会的表述，即“稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度”（2022 年两会以来为“加大稳健的货币政策实施力度”，4 月 22 日易纲行长出席博鳌亚洲论坛 2022 年年会时指出“中国将继续实施稳健的货币政策，加大对实体经济的支持力度”），并延续央行货币政策委员会一季度例会的“稳字当头，主动应对，提振信心，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”表述。

云报告

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_41467

