

宏观点评 20220509

货币政策执行报告点评：结构性货币政策持续发力，存款利率市场化调整机制落地

2022年05月09日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

相关研究

《疫情对我国进出口的冲击将延续多久？》

2022-05-09

《常态化核酸检测如何防扩散、降成本、促就业？》

2022-05-07

《非农数据点评：劳动参与率下降是否会使得美联储重新考虑加息75bp？》

2022-05-06

- 根据一季度货币政策执行报告，我们认为未来货币政策将更加重视稳增长，除再贷款外，货币政策有继续通过降准稳增长预期可能。同时，央行今日披露了存款利率市场化新动态，这对推动降低银行负债成本、降低企业综合融资成本有着重要意义。在此基础上，我们认为央行有拓展CBS相关政策或是加大操作量以帮助降低银行负债成本的可能。
- 央行延续了政治局会议对经济增长形势的定调，在肯定经济平稳开局的基础上，认清新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战，并将稳增长放在了更突出的位置。
- 对于国内宏观经济：央行首先强调了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。同时再度强调需求收缩、供给冲击、预期转弱这三重压力，对服务业、企业停产、物流等问题给予了高度重视。
- 对于通胀：央行认为目前我国物价形势总体稳定，未来物价将保持稳定，CPI运行中枢可能较上年温和抬升，仍维持在合理区间运行；工农业产品和服务供给总体充裕，未来PPI可能延续总体回落态势。但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。
- 对于海外经济金融形势：疫情反弹、地缘政治冲突、主要发达经济体加快收紧货币政策是央行本次着重强调的海外不确定因素。从其影响来看，俄乌问题对大宗商品供应、国际贸易的影响是央行最为担心的，其次是因海外通胀不断走高、海外央行加快收紧货币政策所带来的新扰动和溢出效应。
- 对于货币政策定调：稳健的货币政策把稳增长放在更加突出的位置，更加强调“加大对实体经济的支持力度”、“提振信心”，同时延续了政治局会议的指导思想，将“用好各类货币政策”以保持流动性合理充裕，更加强调再贷款使用。另外也将金融委3月提出的“主动应对”要求反应在了定调当中。此外，不同于四季度货币政策，央行在政策思路中新增加了对物价和主要发达经济体货币政策调整这两方面内容，并在汇率部分强调了“将参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”。
- 结构性货币政策工具积极做好“加法”，再贷款仍有继续扩量可能。近期再贷款频频发力，不仅在支农支小等普惠金融领域增加了操作量，同时央行还在科技创新、普惠养老、交通物流等专项领域加快落实国常会的政策部署。日前，央行又增加了1000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度。根据央行公告，若3400亿元再贷款资金可撬动1万亿元资金，那么今年目前总计下达的4400亿元专项再贷款预计会撬动近1.3万亿元资金。结合央行的表述，我们预计未来央行或有继续增加支农支小再贷款的可能，同时我们也将更加关注科技创新专项再贷款对制造业中长期贷款的撬动作用。
- 如何理解货币政策再次提出不搞“大水漫灌”？此次货币政策执行报告将“不搞‘大水漫灌’”提至“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”之前，但我们认为这未必代表未来不再有降准空间。虽然央行较前期更加注重海外央行动态，且总量宽松对实际中美利差将产生不利影响，但在稳增长的总体要求下，降准将是货币政策稳预期的最好手段。同时，在央行强调“参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”的背景下，央行将有足够能力稳定人民币汇率，在必要时降低外汇存款准备金率。若未来经济下行压力持续加大，我们预计年内国常会或将再次推动降准，预计总体空间为1-2次，规模或在25bp-50bp之间。
- 如何降低银行负债成本下行已成为除再贷款外，货币政策的又一发力点：
- 存款利率市场化进程推进，预计将进一步推动银行负债成本下行，有利于

推动降低企业综合融资成本。我们曾在此前几篇货币政策点评中强调，在当前总量型货币政策发挥空间有限的情况下，“通过释放 LPR 改革潜力的方法降低贷款利率和企业融资成本，应是现阶段货币政策的主要发力方式”，且“有进一步调整存款基准利率相关措施的可能”。此次央行在“**建立存款利率市场化调整机制**”这一专栏中重点讲述了其在 2022 年 4 月所进行的存款利率市场化调整机制，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。我们认为这一机制的建立，是在 2021 年 6 月央行将存款基准利率上限调整为加点形式的又一延伸。央行将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。这一调整对一年期以上期限定期存款和大量存单利率的影响将更为显著。我们预计央行或将把这一政策纳入 MPA 考核。

- **以永续债为突破口推动银行多渠道补充资本以缓解资本约束或将成为央行下一步发力方向，未来央行是否会在 CBS 操作量或是制度上有所创新值得期待。**央行在“健全现代货币政策框架取得明显成效”这一专栏中提到了永续债在货币供应调控机制中的作用。银行发行 1.9 万亿永续债将能撬动银行贷款近十万亿元，并能推动企业综合融资成本下降。细数我国货币政策工具尚有央行票据互换（CBS）可用，其对提升银行永续债二级市场流动性、支持银行特别是中小银行发行永续债补充资本、增强中小银行信贷投放能力具有积极作用。同时，陈雨露副行长也于日前的访谈中提出，“加大对银行特别是中小银行发行永续债的支持力度，支持提升银行资本水平，增强银行信贷投放能力”。

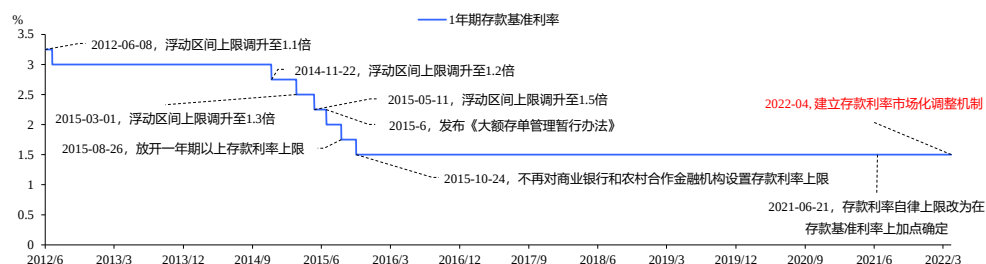
- **风险提示：**海外央行货币政策超预期，新冠疫情扩散超预期

图1：执行报告表述变化一览

主题		2022年一季度货币政策执行报告（2022/5/9）	2021年四季度货币政策执行报告（2022/2/11）
国内宏观	国内经济发展评价	2022年第一季度：我国经济运行总体实现平稳开局。农业生产形势稳定，春耕备耕有序推进；工业生产较快增长，创新发展态势持续，产业升级带动明显，高技术制造业、装备制造业增加值增速明显快于全部规模以上工业；民生改善继续加强，居民收入持续提高；制造业投资保持较快增长势头，基础设施投资有力回升；绿色转型稳步推进，单位GDP能耗继续下降；外贸外贸继续实现两位数增长，国际收支保持平衡，外汇储备稳定在3.1万亿美元以上。	2021全年：我国经济发展和疫情防控保持全球领先地位，对世界经济增长的贡献率预计达到25%左右，人均GDP达1.25万美元；CPI同比上涨0.9%，城镇新增就业1269万人，实现了较高增长、较低通胀、较多就业的优化组合，高质量发展取得新成效，“十四五”实现了良好开局。 2021第四季度：我国经济恢复企稳，农业保持较快增长，工业持续发展，服务业稳定恢复；居民收入与经济增长基本同步，消费潜力不断积累；固定资产投资结构优化，制造业、高技术产业投资带动作用明显；出口动能强劲，占全球市场份额持续提升；就业形势总体稳定，民生保障有力有效。
	国内经济展望	近期，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，经济发展面临的需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力依然存在。突出表现为近期疫情点多、面广、频发，对经济运行的冲击影响加大。一是餐饮、零售、旅游等接触型消费转弱，部分领域投资仍在探底；二是企业出现停产减产，市场主体困难明显增加；三是货运物流和产业链供应链运转出现摩擦，经济循环畅通遇到制约。 同时也要看到，我国发展有诸多战略性有利条件，经济总量大、回旋余地广，具有强大韧性和超大市场规模，长期向好的基本面没有改变。	我国是具有强劲韧性的大型经济体，经济长期向好的基本面没有变，构建新发展格局的有利条件没有变。也要看到，当前我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，外部环境更趋复杂严峻和不确定。国内经济面临下行压力，疫情反复仍对消费需求形成抑制，部分领域投资尚在探底，经济潜在增速下行、人口增长放缓、低碳转型等中长期挑战也不容忽视。对此既要正视困难，又要坚定信心，我国经济长期向好的基本面没有变，构建新发展格局的有利条件没有变，应集中精力办好自己的事，努力实现高质量发展。
	国内通胀评价及展望	物价形势总体稳定。受国内猪肉价格持续回落等因素带动，一季度CPI涨幅保持在相对低位。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。与此同时，一季度各月PPI同比涨幅趋于收敛，未来PPI可能延续总体回落态势，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。总的来看，我国经济运行保持在合理区间，工农业产品和服务供给总体充裕，消费、投资需求仍在恢复之中，货币政策保持稳健取向，有利于物价走势中长期保持稳定。	通胀压力总体可控。未来全球经济供需缺口有望趋于弥合，加之高基数效应逐步显现，预计2022年我国PPI同比涨幅将延续回落态势。总的看，我国经济供求基本平衡，央行实施正常货币政策，有利于物价走势中长期保持稳定。
海外宏观	世界经济金融形势	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，能源、金属、农产品价格明显上涨，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。一是国际地缘政治局势紧张，不仅扰动全球粮食、能源供给，造成大宗商品价格大幅波动，而且导致供应链和国际贸易受阻，全球化进程面临挫折。二是主要发达经济体通胀屡创数十年新高，正在加快加码收紧货币政策，可能带来新的扰动和溢出效应。三是全球疫情还在蔓延，给世界经济复苏带来波折和挑战。	疫情、通胀和发达经济体货币政策调整仍是全球经济的三大不确定性。奥密克戎病毒在欧美等多国快速传播，全球单日新增确诊病例最高接近400万例。世界经济复苏前景出现波折，近期国际货币基金组织、世界银行都下调了2022年全球经济增速预测。主要发达经济体通胀攀升，供应链瓶颈尚未有效缓解。美联储表示将加息和缩表，市场预期其货币政策收紧步伐将加快，全球跨境资本流动和金融市场调整的风险上升。
	货币政策回顾	按照稳字当头、稳中求进的要求，靠前发力，稳健的货币政策灵活适度，加大跨周期调节力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，推动实际贷款利率在较低水平上进一步下降，引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持力度，有力支持稳定宏观经济大盘。	坚持稳健的货币政策灵活精准、合理适度，加大跨周期调节力度，统筹做好跨年度政策衔接，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，通过降低存款准备金率、强化结构性货币政策工具使用、发挥贷款市场报价利率改革效能等方式，着力增强信贷总量增长的稳定性，持续加大对薄弱环节和重点领域的支持力度，继续推动企业综合融资成本稳中有降，助力稳定宏观经济大盘，为经济高质量发展营造适宜的货币金融环境。
	下一阶段货币政策目标	坚持稳字当头、稳中求进，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，深化供给侧结构性改革，支持稳增长、稳就业、稳物价，建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，推动高质量发展，稳定宏观经济大盘。 着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。	坚持稳字当头、稳中求进，积极主动贯彻落实中央经济工作会议精神，加大金融对实体经济的支持力度，继续做好“六稳”、“六保”工作，为保持经济运行在合理区间营造适宜的货币金融环境。 着力稳定宏观经济大盘，推动经济运行稳致远，迎接党的二十大胜利召开。
货币政策	下一阶段货币政策总基调	稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度，稳字当头，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，坚持不搞“大水漫灌”，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，落实好稳企业保就业各项金融政策措施，聚焦支持小微企业和受疫情影响的困难行业、脆弱群体。	稳健的货币政策要灵活适度，加大跨周期调节力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，注重充分发力、精准发力、靠前发力，既不搞“大水漫灌”，又满足实体经济合理有效融资需求，着力加大对重点领域和薄弱环节的金融支持，实现总量稳、结构优的较好组合。
	信贷	用好各类货币政策工具，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。	保持货币信贷总量稳定增长：完善货币供应调控机制，保持流动性合理充裕，引导金融机构有力扩大贷款投放，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。
	降成本	结构性货币政策工具积极做好“加法”，引导金融机构合理投放贷款，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，适时增加支农支小再贷款额度，用好普惠小微贷款支持工具、科技创新再贷款和普惠养老专项再贷款，抓实减碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款运用。	保持信贷结构稳步优化：结构性货币政策工具积极做好“加法”，落实好支持小微企业的市场化政策工具，用好减碳减排支持工具和支农支小再贷款，引导金融机构加大对信贷增长缓慢地区的信贷投放，精准发力加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持力度。
	利率	健全市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，加强存款利率监管，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，持续释放贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业综合融资成本。	促进降低企业综合融资成本：健全市场化利率形成和传导机制，发挥贷款市场报价利率改革效能，稳定银行负债成本，引导企业贷款利率下行。
	物价	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。	
	汇率	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，加强跨境资金流动宏观审慎管理，强化预期管理，引导市场主体树立“风险中性”理念，保持外汇市场正常运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定：以我为主，处理好内部均衡和外部均衡的平衡，以市场供求为基础，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，加强跨境资金流动宏观审慎管理，强化预期管理，引导市场主体树立“风险中性”理念。
	海外货币政策	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。	
	防风险	坚持底线思维，增强系统观念，遵循市场化法治化原则，统筹做好重大金融风险防控化解工作，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。	坚持底线思维，增强系统观念，遵循市场化法治化原则，统筹做好重大金融风险防控化解工作。
	房地产	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，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，加大住房租赁金融支持力度，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场健康发展和良性循环。	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁金融支持力度，维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环。
	专栏	健全现代货币政策框架取得明显成效：近年来人民银行按照党中央、国务院部署，完善货币供应调控机制，健全市场化利率形成和传导机制，创新和丰富货币政策工具体系，完善人民币汇率形成机制，推动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：人民银行将继续坚持市场化、法治化原则，坚持“两个毫不动摇”，加快完善金融控股公司监管配套细则，稳妥有序推动具备设立情形的企业申请金融控股公司，依法依规开展行政审批，并对经批准设立的金融控股公司实施持续监管，加强与相关部门的监管合作和信息共享，推动金融控股集团稳健经营。 建立存款利率市场化调整机制：2022年4月，人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，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。这一机制的建立，可促进银行跟踪市场利率变化，提升存款利率市场化定价能力，维护存款市场良性竞争秩序。 加快推进金融稳定立法建设：《金融稳定法》草案征求意见稿共六章四十八条，分为总则、金融风险防范、金融风险化解、金融风险处置、法律责任、附则。	银行体系流动性影响因素与央行流动性管理：观察流动性松紧程度最直观、最准确、最及时的指标是市场利率。 增强信贷总量增长的稳定性：优化存款利率监管，加强地方法人银行异地存款管理，降低银行负债成本。会同银保监会等部门，通过降低利率、减少收费、直达工具等综合措施，推动降低企业尤其是小微企业综合融资成本。 我国宏观杠杆率保持基本稳定：宏观杠杆率增幅相对而言并不算高，我国宏观杠杆率稳中有降，为未来金融体系继续加大对实体经济的支持创造了空间。 两项直达工具接续转换：将“普惠小微企业贷款延期支持工具”转换为“普惠小微贷款支持工具”；将“普惠小微企业信用贷款支持计划”并入“支农支小再贷款”管理。 探索开展气候风险压力测试 防范化解重大金融风险取得重要成果：把稳增长、防风险放在突出位置，按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针，坚持市场化、法治化原则，坚持在修复为主和改革化险，坚持压实各方责任。

数据来源：PBoC，东吴证券研究所

图2：存款利率市场化进程再度推进



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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_41481