



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

加大支持，主动应对

——央行 2022 年一季度货币政策报告解读

日期：2022 年 05 月 11 日

分析师：胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师：陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

- 《降准之后，降息可期》
——2022 年 04 月 16 日
- 《美联储加息大幕徐徐拉开》
——2022 年 03 月 21 日
- 《目标不低，投资需加速赶上》
——2022 年 03 月 08 日

■ 主要观点

以改革手段推动实质降成本

央行介绍了近年来存款利率市场化改革进程。市场以往关注的降成本手段更多的是降息降准，但央行的政策工具不仅于此。央行通过推进利率市场化改革，疏通利率传导机制，以市场利率带动存贷款利率下行，以改革手段来降低企业融资成本。4月降准后，虽降息未能落地，但实质性降成本仍在推进。

三重压力下新挑战，通胀关注上升

对于国内经济形势的研判，沿用了政治局会议定调——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。经济形势出现的新变化，当前稳增长、稳就业、稳物价均面临新的挑战，对于政策支持的要求进一步提高，对于通胀的关注也有所上升。

加大支持力度，政策主动应对

疫情突发以及外部地缘冲突下，各项应对政策也紧锣密鼓地出台，无论是之前的国常会、央行的23条以及4月的政治局会议都对后续的政策方向做出了指示安排，因此本次的货币政策报告更多是贯彻与落实。面对当前的经济形势，稳增长、稳就业、稳物价的问题更加突出。因此，在货币政策方面，要加大对实体经济的支持力度，主动应对，提振信心。总量方面要保持合理充裕，继续增强信贷总量增长的稳定性。结构政策方面，要做“加法”，在用好用既有政策下加大对在疫情冲击中经营困难的主体以及薄弱环节的支持。降成本继续推进，密切关注物价，保持物价稳定。

总量与结构并重

央行未来的政策方向是总量与结构并重。总量政策方面，降息降准仍有必要。我们一直强调降准降息的必要性，并且降息降准能更好引导市场利率的下行，通过利率传导机制，最终实现降成本的效果。结构政策方面，侧重于扶持小微+绿色，以及有利于当前稳增长、稳就业、稳物价的方向。总量与结构共同推进，降低企业融资成本，加大对实体经济的金融支持，应对经济下行压力。

■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；政策超预期改变。

目 录

1 事件：央行发布一季度货币政策报告	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 专栏 1：如何理解现代货币政策框架	3
2.2 贷款利率进一步降低，利率市场化显成效	4
2.3 专栏 3：以改革手段推动实质降成本	4
2.4 外部冲击与挑战	5
2.5 三重压力下新挑战，通胀关注上升	5
2.6 加大支持力度，政策主动应对	6
3 事件影响：对经济和市场	8
3.1 思路延续，落实部署	8
3.2 “抑”阶段中等待机会	8
4 事件预测：趋势判断	9
4.1 总量与结构并重	9
5 风险提示：	9

图

图 1 贷款加权平均利率 (%)	4
------------------------	---

表

表 1 货币政策报告要点变化	6
----------------------	---

1 事件：央行发布一季度货币政策报告

近日，央行发布了 2022 年一季度货币政策执行报告。

2 事件解析：数据特征和变动原因

正文中分为 5 大部分，包括：货币信贷状况、货币政策操作、金融市场运行、宏观经济分析、货币政策趋势以及 4 个专栏（值得关注的是专栏 1 和专栏 3），全方位概括了今年一季度以来的货币政策执行情况以及下一阶段的操作思路，要点如下：

2.1 专栏 1：如何理解现代货币政策框架

在货币政策报告中多次提到要建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，其实在以往报告中已有所阐述，此次在专栏 1 中也介绍了推动健全现代货币政策框架取得明显成效，有助于我们理解央行未来政策的发展方向与脉络。

央行认为健全现代货币政策框架是建设现代中央银行制度的重要内容。而现代货币政策框架主要包括：货币供应调控机制，市场化利率形成和传导机制，货币政策工具体系以及人民币汇率形成机制。

在完善货币供应调控机制方面，央行主要通过完善中央银行调节银行货币创造的流动性、资本和利率三大约束的长效机制来调控货币供应。保持流动性的合理充裕；以永续债为突破口推动银行多渠道补充资本，缓解了资本约束；推动企业综合融资成本稳中有降，缓解了利率约束。

在健全市场化利率形成和传导机制方面，主要通过 LPR 改革推进，提升贷款利率的市场化程度，同时也持续优化存款利率监管，先后进行了存款利率自律上限改革，建立存款利率市场化调整机制，推动了存款利率市场化。

在创新和完善结构性货币政策工具体系方面，除了传统的货币政策工具降准的运用外，还创新和运用了结构性货币政策工具（专项再贷款再贴现工具），引导金融机构加大对符合新发展理念相关领域的支持力度。

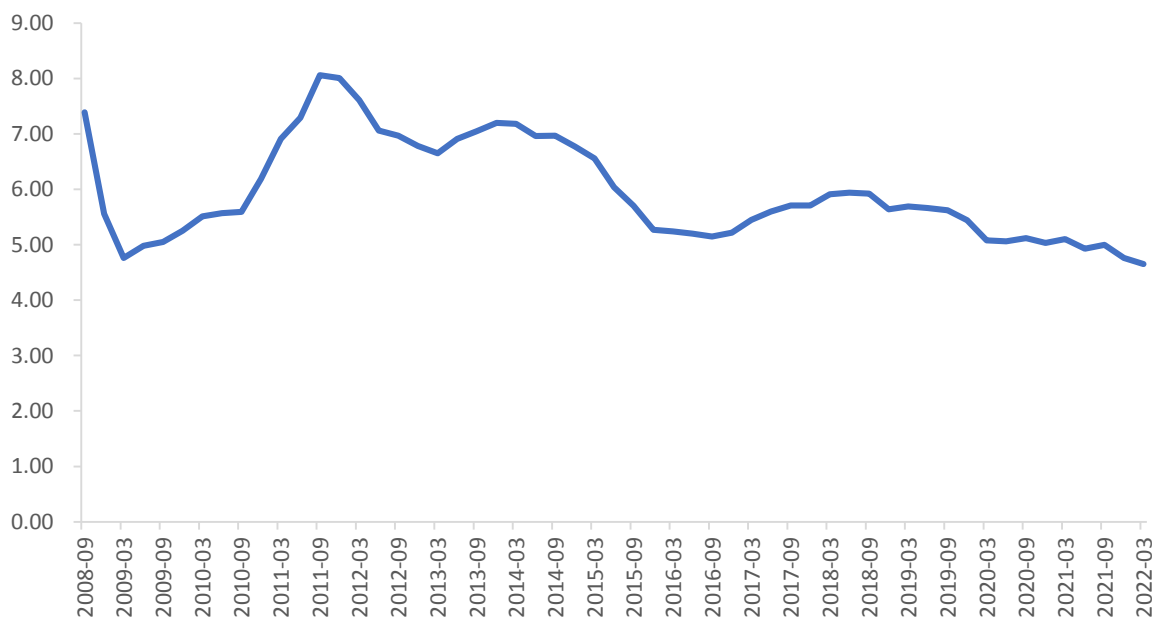
在完善人民币汇率形成机制，主要是央行退出外汇市场常态化干预，坚持市场化改革方向，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用，促进内部均衡和外部均衡的平衡，人民币汇率有升有贬、双向浮动，保持在合理均衡水平上的基本稳定。

下一步，央行会按照以往的方向，继续完善健全现代货币政策框架。

2.2 贷款利率进一步降低，利率市场化显成效

3月，贷款加权平均利率为4.65%，同比下降0.45个百分点，创历史新低。其中，一般贷款加权平均利率为4.98%，同比下降0.32个百分点；企业贷款加权平均利率为4.36%，同比下降0.27个百分点。央行通过带动市场利率的下行，传导至LPR，最终贷款利率得以下降，促进了企业综合融资成本的下降。2019年8月LPR改革以来，企业贷款加权平均利率从2019年7月的5.32%降至2022年3月的4.36%，累计降幅达0.96个百分点，超过同期LPR0.55个百分点的降幅，利率市场化改革成效显著。

图 1 贷款加权平均利率 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.3 专栏 3: 以改革手段推动实质降成本

专栏 3 介绍了近年来存款利率市场化改革进程。实际上，自 2015 年 10 月，央行就放开了对存款利率的行政性管制，但存在自律上限。在 2021 年 6 月，央行指导改革了自律上限形成方式，由存款基准利率乘以一定倍数形成，改为加上一定基点确定，有利于引导降低中长期定期存款利率，取得了一定的成效。2022 年 3 月，新发生定期存款加权平均利率为 2.37%，同比下降 0.08 个百分点，较存款利率自律上限优化前的 2021 年 5 月下降 0.12 个百分点。其中，中长期定期存款利率降幅更大，2 年、3 年和 5 年期定期存款利率较 2021 年 5 月分别下降 0.18 个、0.43 个和 0.45 个百

分点。

4月央行再次指导自律机制改革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。自此存款利率也连通了市场利率，推进了存款利率的进一步市场化。在当前市场利率总体下行的背景下，将更好地传导至存款利率，有利于稳定银行负债成本，进而推动贷款利率进一步下行。根据央行数据，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。

市场以往关注的降成本手段更多的是降息降准，但央行的政策工具不仅于此。央行通过推进利率市场化改革，疏通利率传导机制，以市场利率带动存贷款利率下行，以改革手段来降低企业融资成本。4月降准后，虽降息未能落地，但实质性降成本仍在推进。

2.4 外部冲击与挑战

针对世界经济形势，央行认为全球经济复苏前景的复杂性和不确定性加大。经济发展方面，由于全球疫情的反弹，全球经济下行压力有所显现；就业方面，劳动力供给恢复缓慢，发达经济体“工资—物价”螺旋上涨的现象更加明显，通胀持续攀升；而受地缘政治冲突影响，大宗商品价格剧烈震荡，并且由于主要经济体加快收紧，金融市场大幅波动。

展望未来，央行认为地缘局势紧张导致供给与需求的双重冲击，将影响全球经济复苏；主要经济体政策收紧溢出效应已然显现；全球经济复苏分化较大，发展中国家面临挑战。

2.5 三重压力下新挑战，通胀关注上升

对于国内经济形势的研判，此次报告沿用了政治局会议定调——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。外部环境方面，地缘政治紧张局势、通胀、疫情以及发达国家政策加快收紧仍是主要扰动。而国内经济方面，三重压力仍然存在，并且疫情对于经济冲击的影响加大，接触型消费转弱，部分领域投资尚在探底，企业停工停产，面临经营困难；供应链、物流运转摩擦，经济循环畅通受到制约。经济形势出现的新变化，当前稳增长、稳就业、稳物价均面临新的挑战，对于政策支持的要求进一步提高。

对于通胀，央行预计CPI运行中枢较上半年温和抬升，但仍在合理区间运行。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。并且在后续政策方

向中，特别提到要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。

2.6 加大支持力度，政策主动应对

对于下一阶段的政策思路，央行坚持稳字当头，稳中求进，针对当前形势指出要支持稳增长、稳就业、稳物价，强调着力稳定宏观经济大盘。稳健的货币政策要加大对实体经济的支持力度，主动应对，提振信心，政策姿态更加积极。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。

政策方向上要用好各类货币政策工具，总量与结构政策并重。总量方面要保持合理充裕，继续增强信贷总量增长的稳定性。结构政策方面，要做“加法”，支农支小再贷款额度有望增加，已有的对于小微、绿色、科技创新以及普惠养老的工具要用好落实。根据央行 23 条中的估计，结构性政策工具有望带动金融机构贷款投放多增 1 万亿元。降成本方面，要健全利率市场化形成和传导机制，发挥存贷款利率改革效能，稳定银行负债成本，降低企业综合融资成本。

房地产方面表态增加了“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”，延续政治局会议精神，因城施政的原则下，房地产政策面持续改善。

表 1 货币政策报告要点变化

要点	2022 年一季度货币政策报告	2021 年四季度货币政策报告	2021 年三季度货币政策报告
经济形势	我国经济运行总体实现 平稳开局 。 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。	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。 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 。	我国是具有强劲韧性的超大型经济体，经济长期向好的基本面没有变， 发展潜力大、回旋空间广阔的特点明显 ，市场主体活力充足。 世界百年未有之大变局和新冠肺炎疫情全球大流行交织影响， 外部环境更趋复

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_41616

