

央行二季度货币政策执行报告点评

综合客观看待结构性通胀影响

北京时间 8 月 10 日，央行发布 2022 年二季度货币政策执行报告。本次报告整体来看较上个季度变动不大，仍保持了“不搞大水漫灌”、“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”、“以我为主”等表述，只是在通胀问题上提升了重视程度。结合货币政策操作和市场导向来看。我们认为后续货币政策操作仍偏中性，货币工具仍以结构性工具为主，中期流动性宽裕仍将持续。

- **综合客观看待通胀形势。**本次报告中，央行对于国内通胀压力关注度明显提升。首先在专栏 4 报告提到“综合考量、客观研判”通胀形势，其次加大了对“猪周期”和输入性通胀压力的重视程度。从最新通胀数据来看，7 月带动 CPI 的主要是猪肉和蔬菜，在低基数效应下，猪肉价格或将持续走高，三季度 CPI 有破 3% 可能性。另一方面，7 月核心 CPI 同比回落 0.1 个百分点表明内需整体仍偏弱，在内需偏弱的情况下，货币政策收紧的概率不高。
- **对比上一轮超级猪周期，央行在 2019 年三季度货币政策执行报告中同样以专栏的形式回应了通胀问题。**在该篇专栏 4 中，报告提到应“全面分析、辩证看待”通胀水平，并强调需警惕结构性通胀可能带来的通胀预期发散，但从实际操作来看，央行选择了降准对冲大宗商品价格上涨抬高的实体经济成本。基于当前情景有类似之处，在核心 CPI 保持稳定的情况下，我们认为短期通胀压力对货币政策影响有限。
- **淡化逆回购操作量意义。**本次报告中，央行对于 7 月市场关注度比较高的公开市场操作问题更新了表述。报告表示“由于货币市场资金供给充足，二季度以来公开市场业务一级交易商对公开市场逆回购操作的需求总体有所减少”，为多日地量逆回购操作量给出了原因，即一级交易商投标量减少。由于货币市场流动性充裕、资金利率连续多月低于政策利率，央行在操作量上更加灵活，有利于进一步加强流动性微调。
- **在往次货币政策执行报告中，央行已多次表明公开市场操作重价不重量的指示意义，从 7 月以来流动性环境仍保持宽松可以发现，市场已逐渐适应逆回购操作量的变化。**货币政策保持稳定对于经济复苏的支持仍至关重要，但资金面从过度宽松的水平向常态宽松水平回归是大方向，8 月以来资金水平中枢再度下探，或难以持续。
- **信贷增速可能会有所回落。**本次报告中，央行仍然保持货币供应量和社融规模同名义经济增速保持基本匹配的表述，意味着信贷将逐渐从总量增长转变为结构优化。在专栏 3 中，报告两次强调了基建贷款和房地产贷款需求减弱是在城镇化进程趋缓背景下的合理转变，可以看出信贷资源未来向实体经济新增长点转移的整体趋势，今年以来多个专项再贷款工具则是信贷资源倾斜的具体体现。
- **风险提示：**全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

相关研究报告

《7 月通胀点评：对内需的担忧可能升温》
20220810

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229353

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

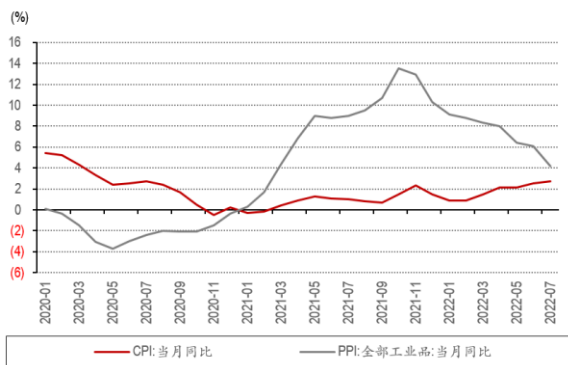
北京时间 8 月 10 日，央行发布 2022 年二季度货币政策执行报告，以下三方面主要内容值得关注。

综合客观看待通胀形势

本次报告中，央行对于国内通胀压力关注度明显提升。首先在专栏 4 报告提到“综合考量、客观研判”通胀形势，其次加大了对“猪周期”和输入性通胀压力的重视程度。从最新通胀数据来看，7 月带动 CPI 的主要是猪肉和蔬菜，在低基数效应下，猪肉价格或将持续走高，三季度 CPI 有破 3% 可能性。另一方面，7 月核心 CPI 同比回落 0.1 个百分点表明内需整体仍偏弱，在内需偏弱的情况下，货币政策收紧的概率不高。

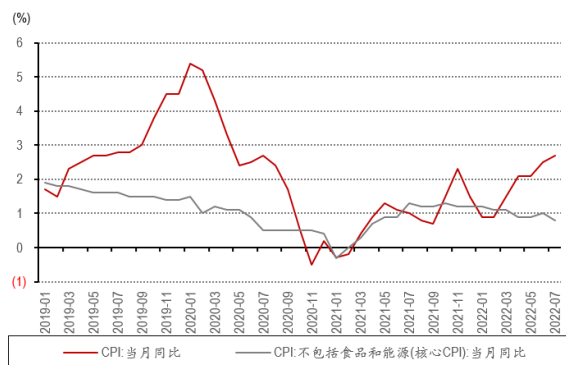
对比上一轮超级猪周期，央行在 2019 年三季度货币政策执行报告中同样以专栏的形式回应了通胀问题。在该篇专栏 4 中，报告提到应“全面分析、辩证看待”通胀水平，并强调需警惕结构性通胀可能带来的通胀预期发散，但从实际操作来看，央行选择了降准对冲大宗商品价格上涨抬高的实体经济成本。基于当前情景有类似之处，在核心 CPI 保持稳定的情况下，我们认为短期通胀压力对货币政策影响有限。

图表 1. 国内通胀走势



资料来源：万得，中银证券

图表 2. CPI 与核心 CPI 对比



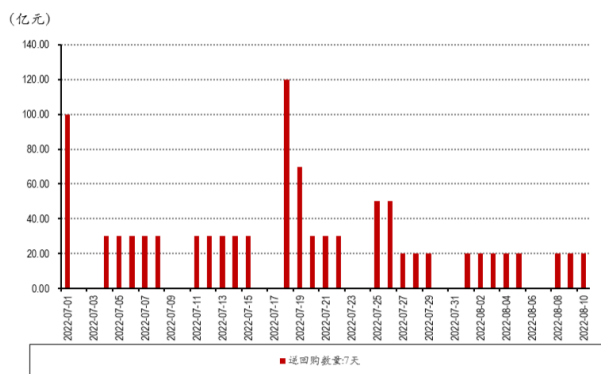
资料来源：万得，中银证券

淡化逆回购操作量意义

本次报告中，央行对于 7 月市场关注度比较高的公开市场操作问题更新了表述。报告表示“由于货币市场资金供给充足，二季度以来公开市场业务一级交易商对公开市场逆回购操作的需求总体有所减少”，为多日地量逆回购操作量给出了原因，即一级交易商投标量减少。由于货币市场流动性充裕、资金利率连续多月低于政策利率，央行在操作量上更加灵活，有利于进一步加强流动性微调。

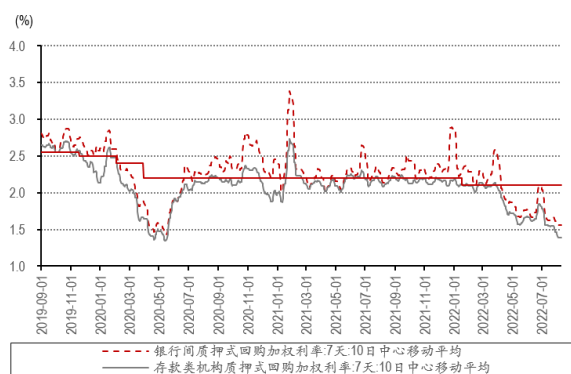
在往次货币政策执行报告中，央行已多次表明公开市场操作重价不重量的指示意义，从 7 月以来流动性环境仍保持宽松可以发现，市场已逐渐适应逆回购操作量的变化。货币政策保持稳定对于经济复苏的支持仍至关重要，但资金面从过度宽松的水平向常态宽松水平回归是大方向，8 月以来资金水平中枢再度下探，或难以持续。由于本月 MLF 到期量较大，月中可关注是否会进行缩量续作，以进一步观察央行松紧信号。

图表 3. 逆回购操作量



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 质押式回购加权利率



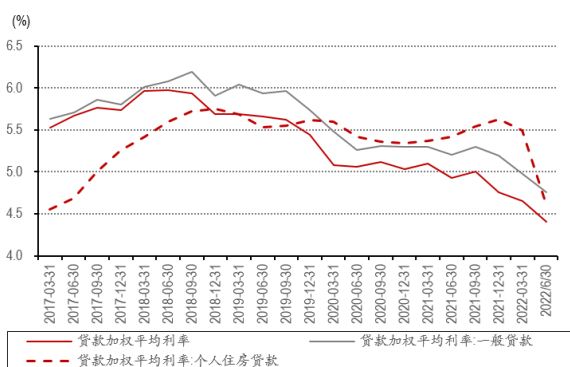
资料来源：万得，中银证券

信贷增速可能会有所回落

本次报告中，央行仍然保持货币供应量和社会融资规模同名义经济增速保持基本匹配的表述，意味着信贷将逐渐从总量增长转变为结构优化。在专栏 3 中，报告两次强调了基建贷款和房地产贷款需求减弱是在城镇化进程趋缓背景下的合理转变，可以看出信贷资源未来向实体经济新增长点转移的整体趋势，今年以来多个专项再贷款工具则是信贷资源倾斜的具体体现。科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款和交通物流专项再贷款于 7 月开始首次申请，预计下半年将进一步压缩传统行业信贷供给空间。

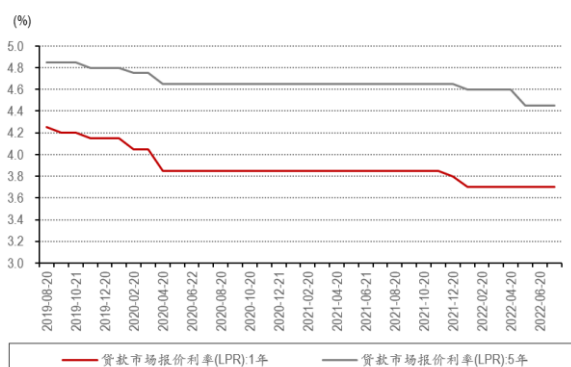
价格方面，贷款加权平均利率处于有统计以来低位，企业贷款和个人住房贷款加权平均利率环比分别下行 0.24 和 0.87 个百分点。其中个人住房贷款加权平均利率已接近 5 年期以上 LPR 利率，相差 17 个百分点。基于商品房销售高频数据三季度以来表现仍不佳，5 年期 LPR 仍有一定下调可能性。

图表 5. 金融机构人民币贷款加权平均利率



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 贷款市场报价利率



资料来源：万得，中银证券

后续的货币政策方向

本次报告整体来看较上个季度变动不大，仍保持了“不搞大水漫灌”、“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”、“以我为主”等表述，只是在通胀问题上提升了重视程度。结合货币政策操作和市场导向来看。我们认为后续货币政策操作仍偏中性，货币工具仍以结构性工具为主，中期流动性宽裕仍将持续。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_45042

