



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《先总量撒钱、再结构优化——1月货币信贷数据点评》

《对标稳增长历史、货政宽松宜早不宜迟——2月货币信贷数据点评》

《水已经泼了、面在哪儿？——3月货币信贷数据点评》

《疫后复苏或驱动融资需求脉冲性反弹——4月份货币信贷数据点评》

《社融增速或现高点、三季度末或开始下行——6月货币信贷数据点评》

《流动性收敛不是收紧、长端利率更具想象力——7月央行公开市场操作点评》

总量货币政策宽松或已有限 ——二季度货币政策执行报告点评

投资要点：

- 2022 年 8 月 10 日，央行公布 2022 年二季度货币政策执行报告，在此次报告中，对风险的分析更加具象化、货币政策操作业务更加具象化：

(1) 国内外经济形势：当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复基础尚需稳固。

(2) 货币政策操作：加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有力的、更高质量的支持。

- 怎样理解 7 月份以来逆回购操作的变化？7 月份以来，逆回购的“缩量”和“增量”一度扰乱市场对资金利率的预期，央行在二季度货币政策执行报告中详细解释了为何会出现逆回购操作量的变化：

“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，人民银行结合市场需求情况灵活调整公开市场操作规模，进一步提高操作灵活性和精准性……7 月份以来，一级交易商的投标量继续减少，人民银行相应进一步降低逆回购操作量，但仍充分满足了投标机构的需求。央行公开市场操作是短期流动性调节工具，操作量根据流动性供需变化灵活调整是正常现象¹”。

在流动性合理充裕还略微偏多的市场环境下，是由于对基础货币的需求下降导致央行逆回购缩量，那么三季度缩量续作到期的 MLF，也是流动性供给充裕情况下，货币政策操作应对基础货币需求下降的正常反应，结合央行上缴利润的节奏，“加快上缴央行结存留利润，截止 7 月底已上缴 1 万亿元，相当于全面降准近 0.5 个百分点……”，从 7 月 13 日央行召开上半年金融统计数据新闻发布会时完成上缴 9000 亿元，到 7 月底已经达到 1 万亿，预计 8 月中旬左右央行利润基本能够完成上缴，在此之后，流动性供给或自然收敛至中性。

- 为何浓墨重彩描述通货膨胀压力？在此次货币政策执行报告中，央行从国际经济形势和国内经济形势方面，浓墨重彩描述通货膨胀，海外环境方面，高通胀正在取代疫情前“低通胀、低利率、低增长、高债务”的“三低一高”局面，尽管主要央行以加息应对通胀压力，但是也造成如何平衡“增长”和“通胀”的两难处境；国内在需求复苏导致 PPI 向 CPI 传导、“猪周期”和输入性通胀的因素影响下，CPI 可能阶段性突破 3%，要警惕结构性通胀压力、警惕通胀反弹压力。阶段性走高的

¹ 2022 年二季度货币政策执行报告，第 13 页。

通胀对货币政策的制约作用在提升。在过去多年的货币政策积累中，央行对不同因素驱动的通胀，关注度也有不同，经济需求恢复引致的通胀压力上升可能触发货币政策主动收紧，而“猪周期”等供给侧阶段性引致的通胀上升，由于和经济总需求的相关性较低，不会触发货币政策主动收紧。在央行描述三季度通胀压力中，只有 PPI 向 CPI 传导的消费需求复苏具有这一类属性，因此央行顺延一季度货币政策执行报告，继续关注通货膨胀压力，并且主要聚焦通货膨胀压力的传导与扩散。

● 怎样理解央行下一阶段货币政策操作。

- (1) 在结构性通胀压力和海外主要央行加息浪潮下，下半年调降政策利率的概率较低，“2022 年二季度以来，公开市场 7 天期逆回购和中期借贷便利 (MLF) 的中标利率均保持不变，这有助于在全球主要央行加息背景下平衡好内、外部均衡。”²保持政策基准利率不变是货币政策维持内外部均衡的表现，在结构性通胀压力三季度抬升、消费需求复苏推动 CPI 涨价的压力下，“降息”等总量型政策工具的实施空间受限，不会“大水漫灌”和“超发货币”。
- (2) LPR 报价和贷款利率或还有压降的空间。在此次报告专栏 3“近年来信贷结构的演化和趋势”中，央行分析基建和房地产等资金密集型信贷占比下降、制造业和普惠小微贷款占比上升的现象与经济进入新常态“适配”，在这一过程中货币政策“破立并举、慢破快立”，在基建和房地产等传统驱动力趋势性走弱的环境下，通过各项带有激励机制的结构性政策工具，引导信贷投向政策合意的领域和行业。但是根据央行在报告中披露的贷款数据，二季度人民币贷款加权平均利率已经降至 4.41%，同比下降 0.52%，创下有统计记录以来的历史低位，其中企业贷款加权平均利率已经降至 4.16%，同比下降 0.42%；个人住房贷款加权平均利率则同比下降 0.80% 至 4.62%。在贷款利率已经降至历史极低位置的情况下，未来信贷总量增长的稳定性就取决于信用需求的恢复状况，在此次报告中央行删掉了“持续释放贷款市场报价利率改革效能”，取而代之的是“发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用”，或意味着重复二季度以存款利率调节推动 LPR 报价下调的空间已经有限，尽管 LPR 还存在一定调降可能，但未来还应是以压缩贷款利率和 LPR 报价之间加点的方式降低实体经济融资成本。
- (3) 货币政策持续关注宏观杠杆率的变化。此次报告没有提及“保持货币和社融增速与名义经济增速基本匹配”和“稳定宏观杠杆率”，但是回顾 7 月中旬召开的上半年金融统计数据新闻发布会，第一个问题即是对宏观杠杆率的观点，报告没有提及不表示对宏观杠杆率淡化处理。“人民银行一直比较关注宏观杠杆率的变化”³，根据社科院最新披露的宏观杠杆率数据，截止 2022 年二季度末，实体经济杠杆率为 273.10%，上半年宏观杠杆率整体上升 9.3 个百分点，宏观杠杆率的抬升既是逆周期调控政策的当期体现，也是名义 GDP 滞后体现的反应，三季度及以后经济复苏态势下，宏观杠杆率也将趋稳，下半年宏观杠杆率的上升幅度或低于上半年，2022 年全年宏观杠杆率上升幅度或

² 2022 年二季度货币政策执行报告，第 13 页。

³ 中国人民银行，2022 年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录，2022-07-13。

低于 2020 年。因此此次报告中未提及“基本匹配”，不代表宏观杠杆率或继续出现类似上半年的抬升。

- (4) 和一季度相同，此次报告没有提及“引导市场利率围绕政策利率波动”，DR007 和 7 天期逆回购操作利率、同业存单和 1 年期 MLF 操作利率之间已经维持了较长时间的深度背离，但是货币政策或也不会以主动回收流动性的方式引导资金利率向政策利率的回升。我们始终认为，既然主导本轮资金面宽松的主要因素不是央行，那么化解本轮资金利率持续偏离政策利率中枢的驱动力应该也是宽松效应的减弱，叠加央行上缴利润结束的时间窗口，三季度市场利率或延续向政策利率渐进收敛的过程，只是在此过程中货币政策还会着力稳定好市场预期。
- (5) 人民币汇率和跨境资金流动“加强预期管理，坚持底线思维”⁴。预期管理和底线思维均是此次报告的新增内容，在 7 月份中美政策利差倒挂，并且在下半年美联储加息浪潮之下，中美政策利差倒挂或持续加深，上一次出现这种情形还是在 2018 年至 2019 年，期间人民币汇率出现大幅贬值，稳定汇率波动预期、坚守跨境资金流动的稳定性，有利于隔离海外加息潮对国内流动性环境的影响，外汇储备 3 万亿美元成为底线的量化指标。

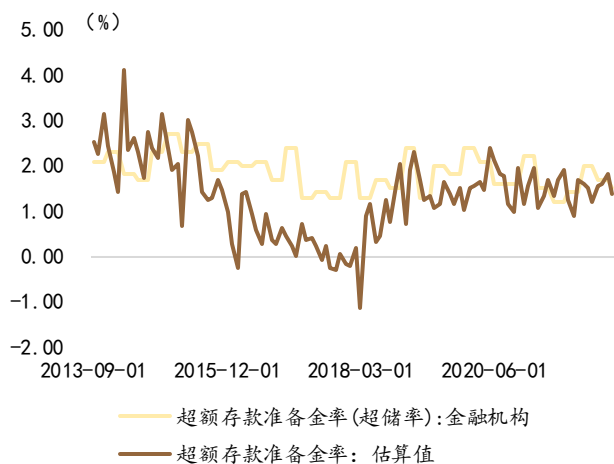
市场启示：流动性收敛不收紧

二季度货币政策执行报告对货币政策的表述基本顺延了 7 月份中央政治局会议的措辞，对国内经济形势、通胀压力等问题做了更加具象化的表述，也对 7 月份以来市场关切的问题从技术层面做了解答。在“短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡”等内外部均衡挑战下，总量型货币政策空间较窄，结构性政策工具的作用更加突出；央行大概率不会主动回笼流动性，资金利率或还会在相当长时间内低于政策利率，和逆回购缩量一致，MLF 缩量也是基础货币需求下降的反映，流动性收敛不收紧，等待二季度以来引致流动性宽松的央行利润上缴、财政存款拨付等因素消退后的自然收敛；为了保持信贷总量平稳适度增长，尽管 LPR 报价还有一定下调空间，但是大概率还是以推动贷款加权平均利率下行为主，但是面对已经降至历史极低水平的贷款利率，信贷需求疲弱是更加关键的问题。

- **风险提示：三季度内外部均衡的风险增大。**（1）海外主要央行纷纷加息，人民币汇率贬值压力、资金利率被动抬升和跨境资金流出风险增大，制约国内流动性宽松空间；（2）疫情扰动还未完全消退，居民和企业部门资产负债表存在衰退风险；（3）三季度猪周期驱动 CPI 上行，通货膨胀风险超预期。

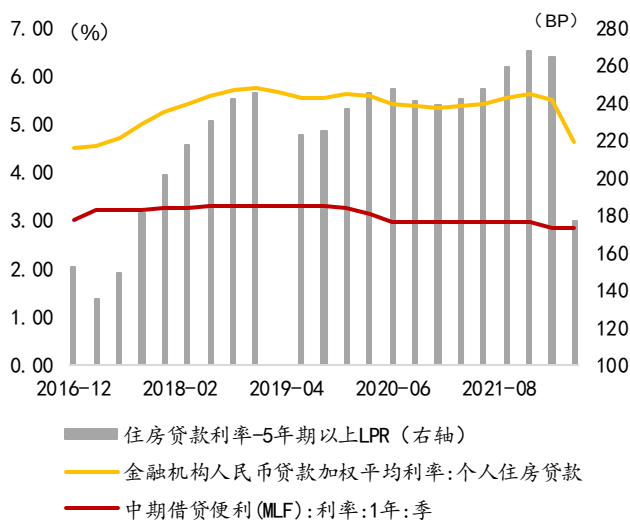
⁴ 2022 年二季度货币政策执行报告，第 51 页。

图 1：2022 年二季度末超储率上升至 1.50%



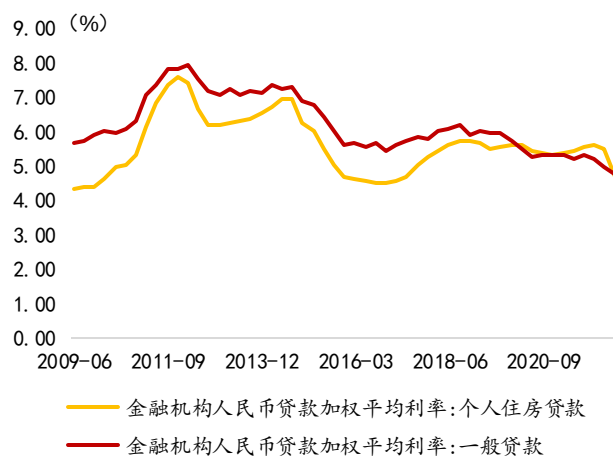
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：贷款利率和 LPR 报价之差还有压缩空间



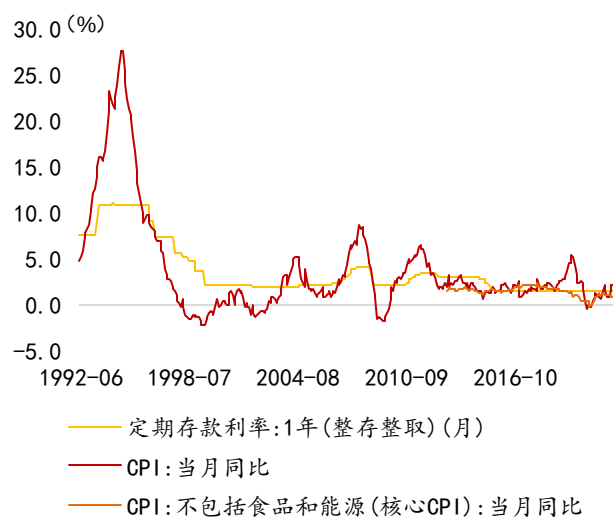
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：2022 年二季度住房贷款利率再度回落至一般贷款利率之下



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：三季度通货膨胀压力约束货币政策总量宽松



资料来源：Wind，德邦研究所

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_45043

