

研究所

证券分析师: 胡国鹏 S0350521080003

hugp@ghzq.com.cn

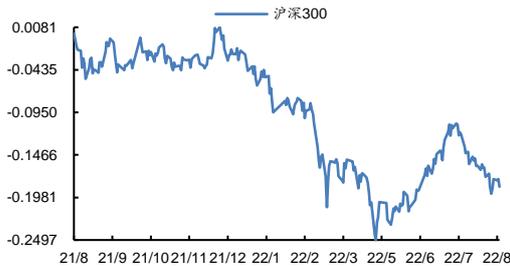
证券分析师: 袁稻雨 S0350521080002

yuandy@ghzq.com.cn

总量退坡，结构发力

——二季度货政报告解读

最近一年走势



相关报告

《——7月政治局会议解读：用好用足，重在落实

*胡国鹏，袁稻雨》——2022-07-29

《——2022年6月工业企业利润数据点评：上下

游利润分化缓解，制造业利润占比提升 *胡国鹏，

袁稻雨》——2022-07-27

《——二季度货政例会解读：政策天平或向稳

增长倾斜 *胡国鹏，袁稻雨》——2022-07-01

《——2022年5月工业企业利润数据点评：工

业企业利润降幅收窄，中游制造盈利能力改善 *胡

国鹏，袁稻雨》——2022-06-28

事件:

2022年8月10日，中国人民银行公布2022年第二季度中国货币政策执行报告，会对当前国内外形势予以判断，并对下阶段货币政策进行部署。

投资要点:

■ **核心观点:** 1) 央行对当前经济形势定调相对积极，国内消费持续低迷、有效投资受阻及青年就业压力加大则是下阶段经济修复中重点关注的问题。2) 稳增长在政策考量中的地位有所回落，总量政策处于逐步退坡的过程中，结构性政策更趋精准，信贷及社会融资规模注重平稳适度+合理增长。3) 央行对通胀的担忧有所缓释，最新公布的中国及美国7月通胀数据均不及预期，通胀压力有所回落，后续重点关注国内结构性通胀及输入性通胀压力。4) 报告多次强调以我为主兼顾内外部平衡，国内经济企稳叠加海外政策环境加速收紧下，国内外政策错位的必要性在逐步下降。5) 配置方面，考虑到当前流动性仍然充裕叠加8月A股市场进入业绩密集披露期，“经济弱复苏+流动性充裕”组合下成长优于价值。建议围绕中期业绩向好的成长板块如新能源、军工产业链，以及Q3修复动能较大的可选消费板块布局，重点关注汽车、电力设备、公用事业。

■ **全球经济增长动能趋缓，国内经济回升趋势向好，但修复尚不稳定，央行对经济形势定调相对积极。** 国内方面，央行对二季度以来经济企稳基于积极定调，相较于一季度货政报告中“开局总体平稳”的判断，本次报告定调“经济回升向好”，表述更趋积极。从下阶段经济展望来看，国内消费持续低迷、有效投资受阻、青年就业压力加大仍为经济修复中重点关注的问题。具体来看，其一，消费低迷主要受累于疫情反复及居民收入预期下行，7月以来全国多地再度出现疫情反扑，而二季度城镇居民人均可支配收入增速较2021年同比下降7.8%；其二，有效投资受阻主要源自于地方优质项目资源缺乏，7月29日国常会强调投资要注重有效性，随着后续地方专项债项目加快落实，三季度实物工作量有望提高，有效投资受阻压力或有所缓解；其三，年初以来持续攀升的青年失业率问题受到高层的持续关注，6月份的16-24岁人口失业率高达19.3%，创下2018年以来的最高值。海外来看，受地缘政治因素扰动、能源粮食危机不断升温，导致高通胀已成为全球经济发展的主要挑战，部分经济体从年初的复苏受阻逐渐上升至存在“硬着陆”的风险，全球经济增长动能趋

缓，意味后续外需回落将为确定性趋势。

- **稳增长在政策考量中的地位有所回落，总量政策处于逐步退坡的过程中，结构性政策更趋精准。**从政策总基调来看，本次报告新增了“不超发货币”“兼顾短期和长期”等表述，同时删减了一季度报告中“加大对实体经济的支持力度”“稳字当头”等相关表述，释放了政策总基调由积极逐步向稳健的过渡，意味着在经济回升向好的背景下，稳增长在政策考量中的地位有所回落。值得注意的是，本次报告对于“信贷”相关的表述出现了多处变化，一是延用了8月1日央行下半年工作会议中“保持货币信贷平稳适度增长”的表述，同时将“增强信贷总量增长的稳定性”更改为“加大对企业的信贷支持”；二是强调保持货币供应量和社会融资规模合理增长，结合7月以来公开市场操作边际收紧来看，平稳适度+合理增长意味着总量宽松政策或逐步退坡。结构性工具方面，本次报告新增“为实体经济提供高质量的支持”，首次提出结构性工具应“聚焦重点、合理适度、有进有退”的表述，且将“综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕”的表述顺序大幅提前，结合此前政治局会议要求用好用足政策性、开发性工具，下半年结构性工具或将向有效投资和重点项目领域倾斜，基建、小微企业、交通物流将是下半年结构性工具主要发力点。
- **相较于一季度报告，央行对通胀的担忧有所缓释，重点关注国内结构性通胀及输入性通胀压力。**从数据表现来看，由于疫情反复导致国内需求仍然偏弱，叠加国际能源价格持续回落，近日公布的7月国内通胀数据不及预期；此外，7月美国CPI数据明显回落，通胀压力有所缓解。相较于一季度货政报告，本次报告在下一阶段的展望中，删去了“密切关注物价走势变化”的相关表述，沿用了“稳物价稳就业”。但在全球及中国宏观经济形势部分，分别提示了可能面临的价格上行风险。一是将通胀风险至于全球宏观经济中值得关注的问题和趋势的首位，由于前期发达经济体大规模刺激政策、疫情反复及地缘政治冲突导致供给端短缺，而劳动力市场工序错配则加剧了工资-物价螺旋，海外通胀风险仍值得警惕；二是国内结构性通胀压力值得关注，本次报告设立专栏对国内通胀形势予以解读。整体来看当前国内价格上行的风险主要来源于消费复苏下PPI向CPI传导加快、新一轮“猪周期”的开启以及输入性通胀压力仍存三个方面。
- **以我为主兼顾内外部平衡，加强关注外部环境变化可能带来的负面外溢冲击。**本次报告多处出现“兼顾内部均衡和外部均衡”、“密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡”。外部环境来看，发达经济体政策加速收紧。7月欧央行时隔十一年再次加息，结束了持续八年的负利率政策，美联储紧缩节奏不改，7月议息会议再次加息75BP，此外加拿大、新西兰等发达国家于二季度均加息两次。与此同时，巴西、印度等部分新兴经济体为应对国内通胀压力及发达经济政策收紧的外溢效应跟随加息。之于我国货币政策取向来看，前期中美经济周期错位导致

货币政策基调相左，随着二季度以来我国经济逐步企稳、通胀中枢温和抬升，以及海外政策环境加速收紧，稳增长的重要性在下降，而兼顾内外部平衡的重要性则在上升。目前来看，在我国需求修复尚未明显好转，经济修复尚在途中的背景下，货币政策基调转向仍待时日，但总量宽松政策的逐步退坡已经开启。

- **股票市场来看**，本次报告对当前经济形势作出肯定，稳增长在政策考量中的地位有所回落。政策基调由前期的积极逐步向稳健转变，政策工具的侧重点更在于结构性支持重点领域，而非总量工具的集中发力。此外，考虑到8月A股市场进入业绩密集披露期，“经济弱复苏+流动性充裕”组合下成长优于价值。建议围绕中期业绩向好的成长板块如新能源、军工产业链，以及Q3修复动能较大的可选消费板块布局，重点关注汽车、电力设备、公用事业。
- **风险提示**：海外流动性收紧超预期，经济失速下行，疫情超预期恶化等。

表：2022年Q1及2022年Q2央行货币政策委员会季度例会表述对比

	2022年Q1 货政例会报告	2022年Q2 货政例会报告
贷款利率	3月末，金融机构本外币贷款同比增长11.0%，人民币贷款同比增长11.4%。企（事）业单位中长期贷款在全部企业贷款中占比为55.8%；制造业中长期贷款同比增长29.5%，普惠小微贷款同比增长24.6%。	人民币贷款同比均明显多增。6月末，金融机构本外币贷款同比增长10.8%。人民币贷款同比增长11.2%。企（事）业单位中长期贷款在全部企业贷款中占比为54.6%。制造业中长期贷款同比增长29.7%，普惠小微贷款余额同比增长23.8%。
信贷	一般贷款加权平均利率为4.98%，企业贷款加权平均利率为4.36%。	贷款加权平均利率处于有统计以来低位。一般贷款加权平均利率为4.76%。企业贷款加权平均利率为4.16%。
宏观经济	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、农业产品价格明显上涨，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。全球经济下行压力显现 ，发达经济体劳动力供给恢复缓慢，通胀水平持续上升，国际金融市场大幅波动。展望未来，地缘局势紧张影响全球经济复苏，主要发达经济体货币政策加速收紧的影响正在显现，全球复苏分化依然较大，发展中国家面临挑战	高通胀正在成为全球经济发展的最大挑战 ，主要发达经济体央行加快加码收紧货币政策，叠加疫情反复、地缘政治冲突、能源粮食危机等影响， 世界经济增长动能转弱，金融市场震荡和部分经济体“硬着陆”的风险值得关注 。劳动力市场结构性供给短缺仍存，需求也边际放缓。国际金融市场波动加剧。展望未来，主要发达经济体增长动能放缓，货币政策可能遭遇面临两难困境，新兴经济体和发展中国家面临通胀攀升、经济放缓、债务积压、货币贬值以及食品和能源危机的“完美风暴”风险。

	<p>看到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。具体表现在餐饮、零售、旅游等接触型消费转弱，企业出现停产减产，以及货运物流和产业链供应链运转出现摩擦。物价形势总体稳定。一季度CPI涨幅保持在相对低位，累计同比上涨1.1%，未来通胀率仍继续在合理区间运行。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、投资需求仍处在恢复之中，货币政策保持稳健取向，有利于物价走势中长期保持稳定。</p>	<p>国内经济恢复基础尚需稳固。但要看到，我国经济长期向好的基本面没有改变，经济保持较强韧性，宏观政策调节工具丰富，推动经济高质量发展具备诸多有利条件。全年物价水平保持总体稳定，但要警惕结构性通胀压力。上半年CPI累计同比上涨1.7%，其中6月份上涨2.5%；PPI累计同比上涨7.7%，其中6月份上涨6.1%，预计物价涨幅仍将运行在合理区间。国内结构性通胀压力可能加大，输入性通胀压力依然存在。</p>
<p>政策展望</p>	<p>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。保持货币信贷和社会融资规模稳定增长。综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性，稳定好市场预期。继续发挥好结构性货币政策工具的牵引带动作用。用好支农支小再贷款、再贴现政策，适时增加支农支小再贷款额度，发挥好普惠小微贷款支持工具作用。构建金融有效支持实体经济的体制机制。进一步抓好已有金融纾困政策落实，督促指导金融机构主动作为，精准发力，合理投放贷款。深化利率、汇率市场化改革，畅通货币政策传导渠道。完善市场化利率形成和传导机制，优化中央银行政策利率体系，引导市场利率围绕政策利率波动。不断深化金融改革，加快推进金融市场制度建设。坚持以强化公司治理为核心，深化大型商业银行改革，健全中国特色现代企业制度，健全</p>	<p>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。保持货币信贷平稳适度增长。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，力争经济运行实现最好结果。结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，突出金融支持重点领域和薄弱环节。保持再贷款、再贴现政策稳定性，继续对涉农、小微企业、民营企业提供普惠性、持续性的资金支持。构建金融有效支持实体经济的体制机制。继续推动已出台金融政策落实落细。深化利率、汇率市场化改革，以我为主兼顾内外平衡。继续健全市场化利率形成和传导机制，完善中央银行政策利率体系。不断深化金融改革，加快推进金融市场制度建设。继续推进开发性、政策性金融机构改革，实现业务分类管理分账核算，强化资本约束，加强风险管理，健全激励约束，压实机构主体责任</p>

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_45067

