

## 总量研究

## 通胀约束渐显，政策以稳为主

## ——2022年二季度货币政策执行报告点评

## 要点

**事件：**2022年8月10日，中国人民银行发布2022年二季度货币政策执行报告。

**核心观点：**央行总体延续了加大稳健货币政策实施力度的政策基调，通过稳定信贷增长助力稳增长仍是当前首要任务，但是相较前期央行表态，本次对内外约束的关注度明显增强。向前看，考虑到人民币汇率贬值压力仍未完全释放，结构性通胀压力日渐显露，以及银行间市场杠杆率逐渐走高等限制因素，数量型和结构性政策工具仍然是多目标平衡下的较优选择。另外，伴随着存款利率市场化调整机制进一步释放效能，LPR仍有进一步下行的空间。

## 政策有意维持充裕的流动性环境

资金利率自二季度以来持续维持在低位，充裕的流动性水平推升了银行间杠杆水平。4月以来，DR007利率开始偏离政策利率持续下行，剔除6月末资金跨季扰动外，DR007利率平均偏离政策利率约48个基点(4月1日至8月2日)。在持续走低且波动减弱的资金利率的助推下，4月以来银行间杠杆水平逐渐走高，7月末银行间杠杆已经上行到了约108.6%。

在银行间杠杆高企的过程中，公开市场操作维持较低水平，但充分满足了投标机构的需求，表明目标较为充裕的流动性水平是央行有意为之。央行自6月下旬开始将公开市场操作量持续维持在较低水平，部分市场投资者将其解读为央行边际收紧流动性的信号。央行指出“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”。

## 政策对结构性通胀压力的关注增强

央行在专栏中指出，结构性通胀压力逐渐显露，输入性通胀压力依然存在，多重因素交织下物价涨幅可能阶段性反弹。从内部环境来看，诸多因素叠加将驱动通胀中枢阶段性抬升。一是，疫情受控后未来消费复苏回暖，可能推动前期PPI上涨向CPI的传导加快。二是，我国CPI对猪肉价格依赖较大，新一轮“猪周期”已经开启，可能拉动CPI食品分项涨幅走高。三是，我国对石油、天然气等能源品的进口依赖度较高，能源进口成本攀升最终将体现为国内交通出行、相关产业链终端消费品等更广范围的价格上涨。

通胀在政策目标权衡中的权重上升，结构性通胀对政策方向的影响较为有限，但可能会限制进一步宽松的空间。央行对结构性通胀的警惕主要基于两点考量：一则，发达经济体央行前期对于通胀形势的误判，导致其未能及时应对几十年来未有的通胀压力，在政策调整落后于市场曲线之后，宏观政策陷入了稳增长和抗通胀进退两难的局面；二则，保持币值稳定是中央银行的首要职责，维护通胀平稳是促进经济持续平稳增长的环境要求。

## 数量型和结构性工具是后续政策抓手

数量型和结构性政策工具仍将是货币政策的主要发力点。从内部环境来看，国内疫情多点散发的态势仍未改变，疫情防控对国内经济和融资仍存在潜在冲击。另外，青年组调查失业率居高不下，以及房地产市场风险的平稳化解，也都需要较为宽松的流动性环境予以支持。但是，考虑到目前人民币汇率贬值压力仍未完全释放，结构性通胀压力日渐显露，以及银行间市场杠杆率逐渐走高等限制因素，数量型和结构性政策工具仍然是多目标平衡下的较优选择。另外，伴随着存款利率市场化调整机制进一步释放效能，LPR仍有进一步下行的空间。

**风险提示：**政策落地不及预期，新冠肺炎本土疫情大范围扩散。

## 作者

**分析师：高瑞东**

执业证书编号：S0930520120002  
010-56513108  
gaoruidong@ebscn.com

**分析师：刘文豪**

执业证书编号：S0930521070004  
021-52523802  
liuwuh@ebscn.com

## 相关研报

政策进实体跟，宽信用进行时——2022年6月金融数据点评 (2022-07-11)

LPR下行空间多少：投资回报率的视角 —— 流动性洞见系列八 (2022-06-30)

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业 —— 流动性洞见系列七 (2022-05-24)

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？ —— 流动性洞见系列六 (2022-04-11)

如何宽信用：空间、方向、节奏 —— 流动性洞见系列五 (2022-03-31)

区域失衡上篇：资金往哪里流淌？ —— 流动性洞见系列四 (2022-01-25)

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么？ —— 流动性洞见系列三 (2021-12-23)

人民币汇率见顶了吗？ —— 流动性洞见系列二 (2021-12-06)

周期不止，宽松不息 —— 光大宏观周报 (2021-12-05)

美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一 (2021-11-21)

为什么我们认为四季度可能会降息？ —— 货币政策前瞻系列四 (2021-07-22)

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？ —— 货币政策前瞻系列三 (2021-05-26)

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？ —— 货币政策前瞻系列二 (2021-05-19)

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？ —— 货币政策前瞻系列一 (2021-04-22)

## 目 录

1、内外约束增强，政策以稳为主 .....	3
2、政策有意维持充裕的流动性环境 .....	4
3、政策对结构性通胀压力的关注增强 .....	5
4、数量型和结构性工具是后续政策抓手 .....	6
5、风险提示 .....	7

## 图目录

图 1：银行间 7 天期回购利率二季度以来明显低于政策利率 .....	5
图 2：银行间隔夜回购占比明显高于往年同期(除 2020 年) .....	5
图 3：CPI 通胀存在阶段性破 3% 压力 .....	6
图 4：核心 CPI 仍维持在较低水平 .....	6

## 表目录

表 1：近期政策层对货币政策的表述对比 .....	3
表 2：货币政策工具箱的使用情况 .....	6

2022年8月10日，中国人民银行发布2022年二季度货币政策执行报告。

## 1、内外约束增强，政策以稳为主

**稳健的货币政策仍将加大实施力度，但需密切关注内外部约束。**二季度货币政策执行报告对政策总基调的表述与前期政策表态一致，通过稳定信贷增长助力稳增长仍是当前阶段的首要任务，但是相较前期央行表态，本次对内外约束的关注度明显增强。

一则，央行认为高通胀正在成为全球经济发展的最大挑战，在短期和中长期因素的共同催化下，本轮全球通胀走高的粘性和持续时间可能比以往更加严峻，主要发达经济体央行加快加码收紧货币政策。因而，人民币汇率的贬值压力可能仍未完全释放，在汇率走势判断方面，央行添加了“坚持底线思维”的表述。

二则，国内结构性通胀压力逐渐显露。央行认为诸多因素叠加将驱动通胀中枢阶段性抬升。一是，疫情受控后未来消费复苏回暖，可能推动前期PPI上涨向CPI的传导加快。二是，我国CPI对猪肉价格依赖较大，新一轮“猪周期”已经开启，可能拉动CPI食品分项涨幅走高。三是，我国对石油、天然气等能源品的进口依赖度较高，能源进口成本攀升最终将体现为国内交通出行、相关产业链终端消费品等更广范围的价格上涨。保持币值稳定作为央行的首要职责，为了应对结构性通胀压力，货币政策兼顾稳增长、稳就业和稳物价之间平衡的压力日渐增大。

表 1：近期政策层对货币政策的表述对比

项目	2022Q2 货币政策报告	2022Q1 货币政策报告
经济形势	国内经济恢复基础尚需稳固， <b>结构性通胀压力可能加大。</b>	经济发展面临的三重压力依然存在，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。
政策基调	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量、更高质量的支持。保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持。	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……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。
结构性政策	用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设…结构性货币政策工具积极做好“加法”，加大普惠小微贷款支持力度，支持中小微企业稳定就业，用好支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款和碳减排支持工具，促进金融资源向重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的行业、市场主体倾斜，培育新的经济增长点。	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。
通胀形势	全年物价水平将保持总体稳定，但要警惕结构性通胀压力…密切关注国内外通胀形势变化，不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件， <b>做好妥善应对</b> ，保持物价水平基本稳定。	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。
汇率走势	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， <b>坚持底线思维</b> ，加强跨境资金流动宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	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。
内外平衡	密切关注主要发达经济体经济走势和 <b>货币政策调整的溢出影响</b> ，以我为主兼顾内外平衡。	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。
贷款利率	贷款加权平均利率为 4.41%，同比下降 0.52 个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为 4.76%，同比下降 0.44 个百分点。企业贷款加权平均利率为 4.16%，同比下降 0.42 个百分点。	· 1 年期和 5 年期以上 LPR 分别下行 10 个和 5 个基点。 · 贷款加权平均利率为 4.65%，同比下降 0.45 个百分点。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。
流动性	6 月末，金融机构超额准备金率为 1.5%，比上年同期高 0.1 个百分点。	3 月末，金融机构超额准备金率为 1.7%，比上年同期高 0.1 个百分点。

房地产	<p>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，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，促进房地产市场健康发展和良性循环。</p>	<p>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。</p>
宏观杠杆率	<p>保持货币供应量和社会融资规模合理增长，<b>保持宏观杠杆率基本稳定。</b></p>	<p>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。</p>
利率市场化	<p>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，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业综合融资成本。</p>	<p>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。</p>
专栏	<p>专栏 1: 金融政策落地生效 助力经济回升向好            专栏 2: 人民币在特别提款权 (SDR) 货币篮子中的权重上调            专栏 3: 近年来信贷结构的演变和趋势            专栏 4: 全年物价仍可实现预期目标，但应警惕结构性通胀压力</p>	<p>专栏 1: 健全现代货币政策框架取得明显成效            专栏 2: 从宏观审慎管理视角实施金融控股公司监管            专栏 3: 建立存款利率市场化调整机制            专栏 4: 加快推进金融稳定立法建设</p>

资料来源：中国人民银行，光大证券研究所

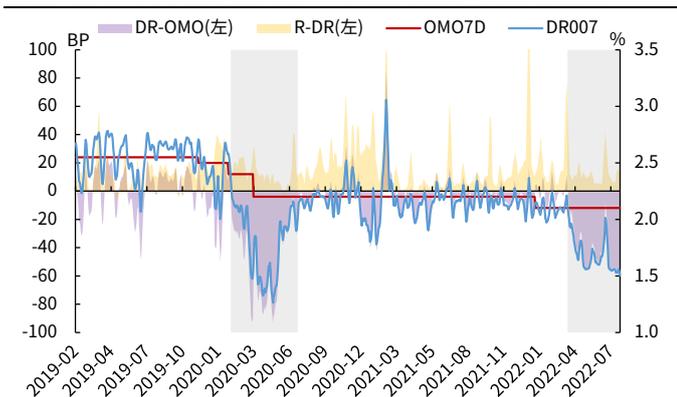
## 2、政策有意维持充裕的流动性环境

资金利率自二季度以来持续维持在低位，充裕的流动性水平推升了银行间杠杆水平。政策利率是市场利率的锚，常态下，DR007 利率一般会以 7 天期逆回购操作利率为中枢震荡。可以看到，2021 年初至今年一季度，DR007 利率总体上是以 7 天期逆回购操作利率为中枢，在 20 个基点的范围内呈现窄幅震荡。但是自 4 月份以来，DR007 利率开始偏离政策利率持续下行，剔除 6 月末资金跨季扰动外，DR007 利率平均偏离政策利率约 48 个基点(4 月 1 日至 8 月 2 日)。另外，表征银行间市场流动性紧张程度的分层利差(R007-DR007)水平，今年以来的波动程度也明显弱于往年。

在持续走低且波动减弱的资金利率的助推下，4 月以来银行间杠杆水平逐渐走高。从银行间市场杠杆率来看，3 月末银行间市场杠杆约为 106.9%，而到了 7 月末银行间杠杆已经上行到了约 108.6%，距离 2020 年 3 月 109.7% 的高点仅有约 1.1 个百分点的差距。从银行间隔夜回购来看，质押式隔夜回购成交量由 3 月日均 3.9 万亿上行至 7 月日均 5.6 万亿，并且银行间隔夜回购占比也明显高于往年同期水平，与银行间市场杠杆高企的 2020 年水平相当。

在银行间杠杆高企的过程中，公开市场操作维持较低水平，但充分满足了投标机构的需求，表明目标较为充裕的流动性水平是央行有意为之。央行自 6 月下旬开始将公开市场操作量持续维持在较低水平，部分市场投资者将其解读为央行边际收紧流动性的信号。但是在二季度货币政策执行报告中，央行指出“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……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”。

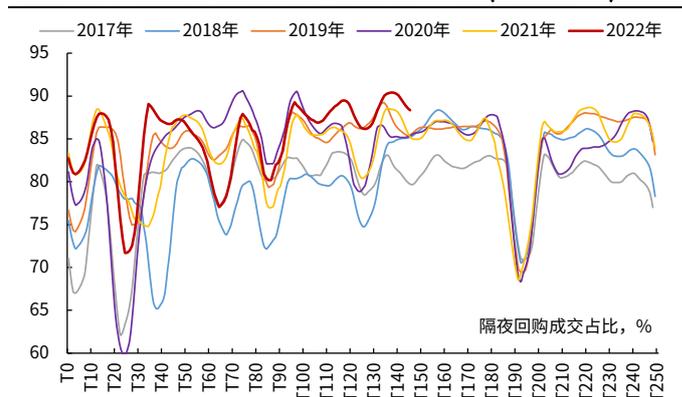
图 1：银行间 7 天期回购利率二季度以来明显低于政策利率



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 8 月 2 日

图 2：银行间隔夜回购占比明显高于往年同期(除 2020 年)



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2022 年 8 月 2 日

### 3、政策对结构性通胀压力的关注增强

**结构性通胀压力逐渐显露，输入性通胀压力依然存在，多重因素交织下物价涨幅可能阶段性反弹。**二季度货币政策执行报告中，央行专门利用一个专栏解读结构性通胀压力。从外部环境来看，中长期因素方面，对平抑全球通胀发挥重要作用的全球一体化、劳动力供给充裕等红利已发生逆转；短期因素方面，疫情反复、气候反常、地缘政治冲突等超预期因素可能加大供需扰动和物价波动的不确定性。

从内部环境来看，诸多因素叠加将驱动通胀中枢阶段性抬升。一是，疫情受控后未来消费复苏回暖，可能推动前期 PPI 上涨向 CPI 的传导加快。二是，我国 CPI 对猪肉价格依赖较大，新一轮“猪周期”已经开启，可能拉动 CPI 食品分项涨幅走高。三是，我国对石油、天然气等能源品的进口依赖度较高，能源进口成本攀升最终将体现为国内交通出行、相关产业链终端消费品等更广范围的价格上涨。

通胀在政策目标权衡中的权重上升，结构性通胀对政策方向的影响较为有限，但可能会限制进一步宽松的空间。考虑到后续结构性通胀压力加大，CPI 存在阶段性突破 3% 的压力，央行在专栏中点出“货币政策将坚持稳健取向，坚持不搞‘大水漫灌’、不超发货币，兼顾把握好稳增长、稳就业、稳物价的平衡”。央行对结构性通胀的警惕方面其二所占考量。一、发达经济体央行前期对通胀形势

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\\_45070](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45070)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>