

通胀成为关注重要变量

——解读 2022 年二季度货币政策执行报告

核心观点

2022年8月10日，人民银行发布《2022年第二季度中国货币政策执行报告》，本次报告重点突出了央行对通胀的关注，我们认为通胀已开始成为央行关注重要最终目标，报告专栏详述我国当前结构性通胀压力从国内看的三个来源：一是疫情受控后消费复苏带动，二是“猪周期”开启，三是能源价格上涨，三者是后续核心关注点。我们预计三季度我国CPI有上冲突破3%的风险，稳就业和稳物价的重要性可能面临切换，因此提示关注通胀走势对短端流动性放松程度的影响，再次强调短端流动性跟踪核心看DR007，而非OMO操作量，流动性跟踪重点“在价不在量”。此外，本次报告重点介绍了近年来我国信贷结构优化特征，优化信贷结构，预计未来信贷政策会进一步加强。

一、通胀已开始成为央行关注重要最终目标

本次报告重点突出了央行对通胀的关注，报告摘要中增加通胀表述：“国内经济恢复基础尚需稳固，结构性通胀压力可能加大”；并通过专栏详细讨论我国当前面临的结构性通胀压力，专栏中央行不仅强调“任何时刻，中央银行都应该对物价走势的边际变化保持高度关注”，“短期内我国结构性通胀压力可能加大，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，对此不能掉以轻心”，还预计今年下半年我国CPI运行中枢较上半年1.7%的水平将有所抬升，一些月份涨幅可能阶段性突破3%。我们认为通胀已开始成为央行关注的重要最终目标，三季度是重要观察期。

我们在5月17日发布的年中策略报告《逆转，新生》中就明确提示：对于物价稳定，央行近期已提高对物价的关注度（4月21日易纲行长IMFC会议表述；5月9日一季度货政报告表述），三季度是重要观察期，其重要性将明显提高；三季度CPI或大幅上冲存在突破目标值风险，若物价稳定目标承压而保就业压力逐步缓解，货币政策或边际收紧流动性。目前我们的观点得到了充分验证。

二、结构性通胀主要源自三个方面

本次报告专栏详述了我国当前结构性通胀压力从国内看的三个来源：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；二是新一轮“猪周期”已开启，可能拉动CPI食品分项涨幅走高；三是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。

这三个方面是未来我国通胀走势的核心关注点。7月，我国CPI同比+2.7%，前值+2.5%，其中，消费回暖的带动确实存在，常态化检测护航下，人员流动保持修复态势，出行链消费价格回暖，飞机票、宾馆住宿和旅游价格环比分别上涨6.1%、5.0%、3.5%。对于猪价，为应对前期猪价上涨，发改委连续召开会议部署保供稳价工作，7月下旬开始猪价涨势降温，我们认为本轮周期生猪产能去化相对温和，预计下半年猪价整体保持平稳上行趋势。对于油价，近期油价在供给悲观预期缓解、全球经济回落的驱动下已有所下行，后续核心关注俄乌冲突局势的不确定性。

三、关注通胀影响短端流动性放松程度

通胀专栏中，央行提出下一阶段将“兼顾把握好稳增长、稳就业、稳物价的平衡”，我们提示关注通胀走势对短端流动性放松程度的影响。在稳就业和稳物价的平衡过程中，我们预计随着经济回暖、就业市场改善，尤其是7月大学生毕业季的调查失业率受疫情修复影响继续趋稳（预计稳定在6%左右），保就业压力将逐步缓解；与之相对应，预计三季度CPI有上冲突破3%的风险，稳就业和稳物价的重要性将面临切换，若通胀突破目标值而就业稳健，央行首要目标切换，短端

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧
执业证书号：S1230520070006
sunou@stocke.com.cn

相关报告

- 《7月通胀解读：CPI向3%阈值靠近》 2022.08.10
- 《充分就业式衰退是短期还是长期现象？》 2022.08.10
- 《7月外储：国际收支平衡压力有所缓解》 2022.08.07

流动性宽松程度将有所收敛。但也需密切跟踪房地产市场风险事件的扰动，受此影响，央行可能有阶段性维稳流动性诉求。

□ 四、短端流动性后续重点关注价而非量

短端流动性是否边际收紧核心观察 DR007 走势，而非央行公开市场每日操作规模，公开市场操作的重点“在价不在量”。央行也在本次报告中对 7 月以来的 OMO 操作量减少做出了解释“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。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”。

我们在此前的报告中持续强调：我国央行于 2004 年 6 月正式建立了流动性预测分析体系，按日对流动性进行分析、预测和监控，央行流动性调控有较强的主动性。央行公开市场操作数量是综合考虑备付金、财政收支、外汇占款、OMO 到期量等因素带来的流动性缺口及市场需求后的灵活调整，数量的多少并不代表央行意图，而应主要看资金面的实际表现，即 DR007。未来 DR007 仍然是短端流动性最重要的指标，央行所有的意图都会在其中，同时也需强调，DR007 要看中枢，不能看高点，拉长一段时间看，一段时间的波动中枢更加体现政策意图，个别时点可能存在扰动因素。

□ 五、信贷结构不断优化信贷政策还会进一步加强

本次报告通过专栏讨论近年来我国信贷结构的演变和趋势，央行提出，2010 年以来，伴随着城镇化步伐加快、经济结构转型和稳增长、调结构政策推动，我国信贷结构呈现出“制造业筑底企稳、普惠小微稳步提升、基建高位缓落、房地产冲高趋降”的变化特征，特别是 2019 年以来信贷结构明显改善。制造业贷款比重 2020 年已降至 9%，截至 2022 年 6 月末，回升至 9.4%；6 月末，普惠小微贷款余额达 22 万亿，是 2018 年末的 2.7 倍，占全部贷款比重提升至 10.6%；传统“铁公基”贷款比重由 2010 年的 25% 降至 2019 年以来的 19% 左右，房地产贷款比重由 2019 年峰值 29% 回落至 2022 年 6 月末的 25.7%。从大数看，2022 年 6 月末 206 万亿元人民币贷款余额中，普惠小微、制造业、基建、房地产贷款大体占全部贷款余额的一成、一成、两成、两成半，近年来金融不断加大对普惠小微等领域的支持力度。

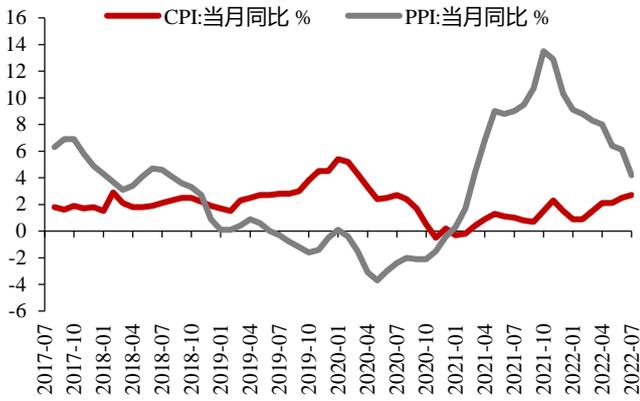
近年来，制造业贷款、普惠小微贷款比重的提升与传统基建、地产贷款比重的回落相对应，反映我国信贷结构优化，与我国经济从高速增长转向高质量发展进程相适应。我们认为，未来央行将继续引导信贷结构不断优化，继续完善结构性货币政策工具体系，信贷政策还会进一步加强：一方面，把握好传统驱动力和新兴结构性潜能间的关系，“破立并举、慢破快立”，增强信贷总量增长的稳定性，为新兴增长点的培育争取时间；另一方面，抓紧有利时间窗口“立”，引导信贷资源更多投入实体经济转型重点领域，挖掘绿色投资、城镇老旧小区改造、高技术制造业、科技创新等结构性潜能，促进金融与实体经济良性循环。

央行也提出，信贷增速在新旧动能换挡和融资结构调整过程中可能会有所回落，但这是适配经济进入新常态的反映，并不意味着金融支持实体经济力度减弱，货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速仍将保持基本匹配。

□ 风险提示

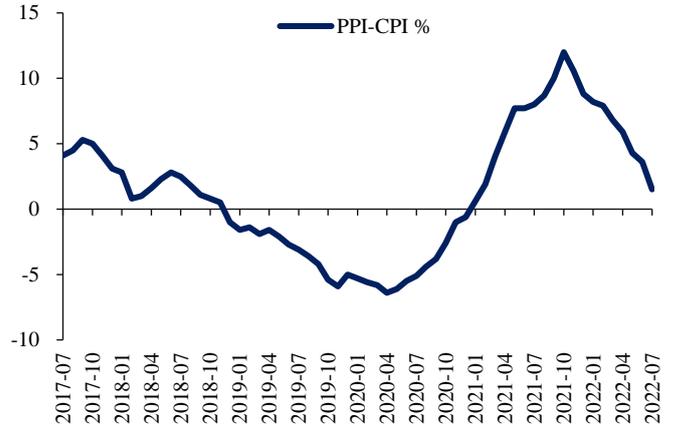
疫情超预期恶化冲击经济增长及就业市场，稳增长保就业压力继续加大，叠加通胀承压，加大货币政策操作难度。

图1: CPI 持续上涨、PPI 持续下行



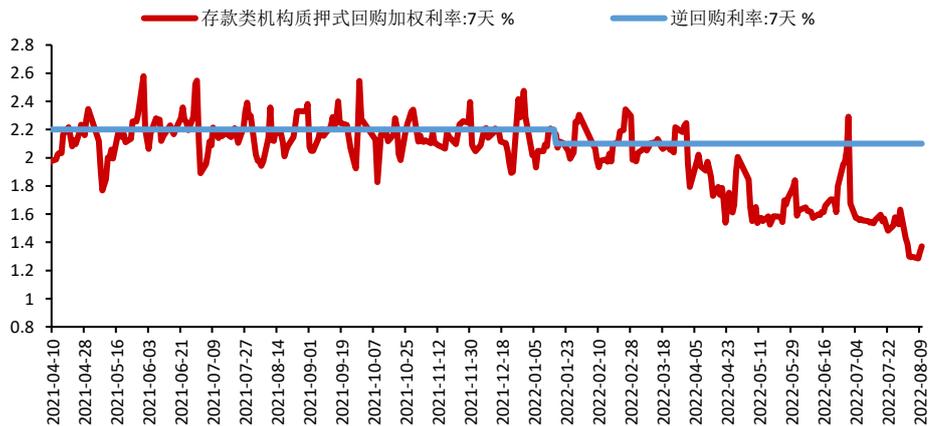
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: PPI 和 CPI 剪刀差即将反转



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: DR007 走势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 我国信贷结构变化

2019年末 (贷款余额153万亿元)

2022年上半年末 (贷款余额206万亿元)

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_45084

