

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。报告对国内经济面临的困难的表述更加具体，海外则更加关注“经济放缓”、“通胀攀升”等。本次报告有以下几点值得关注：

- **第一，货币政策轻增量，重落实。**继续强调“坚持不搞‘大水漫灌’”、“保持流动性合理充裕”。新增“不超发货币”，说明流动性投放相对充裕，年内投放增量货币的概率下降，降准降息等政策的可能性也有所下降。新增“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”，一方面说明新增货币政策有限，更注重政策落实，另一方面，除了原来的涉疫严重行业、绿色清洁能源、普惠养老、科技创新等政策发力重点产业外，政策性金融工具将向基建倾斜，下半年基建或有可观的增长空间。
- **第二，对通胀的关注度进一步提升。**一季度“通胀”词频仅为9个，二季度则跃升至45个（剔除专栏部分有27个，也远高于一季度），更有专栏4对通胀进行专门论述，提示对结构性通胀和输入性通胀的警惕。尽管7月份最新数据表明中美通胀均趋向受控，但未来仍存在较大的不确定性，疫后消费回暖、猪周期上行、能源价格攀升等因素仍会驱动通胀中枢阶段性抬升。
- **第三，对信贷结构更加重视。**政策性金融工具和结构性金融工具同时发力，并着力稳定银行负债成本下降，推动企业降低综合融资成本。但地产领域的持续低迷带来的融资需求不足等问题难以得到解决，房地产政策的放松速度和程度短期内仍是信贷能否提升的重要影响因素。专栏3显示，中长期来看，我国信贷增长将更加重视总量稳、结构优，绿色投资、“两新一重”等新动能在一定程度上可为信贷增长提供支撑。
- **第四，未提及“保持宏观杠杆率基本稳定”。**一季度报告指出“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”，本次报告改为“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”，既未提及名义经济增速，也淡化了对宏观杠杆率的重视。经济下行的压力使得央行货币政策保持宽松，加杠杆比稳杠杆更加必要，且央行多次表示宏观杠杆率的暂时上升是正常的。

风险提示：疫情变化超预期，政策落地不及预期

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

杨亚仙

研究助理

yangyaxian@sczq.com.cn

电话：86-10-81152627

相关研究

- 出口续显韧性，高增或近尾声
- 生产需求走弱，企业主动去库
- 美联储7月议息会议点评：加息符合预期，路径有待观察

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。报告表示“国内消费恢复面临居民收入不振、资产负债表受损和消费场景受限等挑战”、“服务业恢复基础尚不牢固”、“青年人就业压力较大”，对国内经济面临的困难的表述更加具体，海外则更加关注“经济放缓”、“通胀攀升”等。本次报告有以下几点值得关注：

第一，货币政策轻增量，重落实。继续强调“坚持不搞‘大水漫灌’”、“保持流动性合理充裕”。新增“不超发货币”，说明流动性投放相对充裕，年内投放增量货币的概率下降，降准降息等政策的可能性也有所下降。新增“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”，一方面说明新增货币政策有限，更注重政策落实，另一方面，除了原来的涉疫严重行业、绿色清洁能源、普惠养老、科技创新等政策发力重点产业外，政策性金融工具将向基建倾斜，下半年基建或有可观的增长空间。

报告进一步解释了二季度以来央行公开市场操作背后的原因，资金需求端而非供给端是主导因素，且政策利率保持不变有助于平衡好内、外部均衡。报告指出央行主要通过降准、MLF、再贷款、上缴结存利润等多种结构性方式向银行体系投放中长期流动性，保持流动性合理充裕，因此一级市场交易商对逆回购资金的需求总体减少，央行为进一步提高操作灵活性和精准性，降低公开市场逆回购规模，但仍满足了投标机构的需求。同时强调“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。”因此，没必要过度解读OMO操作量的变化。

第二，对通胀的关注度进一步提升。二季度报告央行花费较大篇幅论述通胀，一季度“通胀”词频仅为9个，二季度则跃升至45个（剔除专栏部分有27个，也远高于一季度），更有《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》对通胀进行专门论述，提示对结构性通胀和输入性通胀的警惕。同时强调“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”。

尽管7月份最新数据表明中美通胀均不及预期，显示边际受控。但未来仍存在较大的不确定性，疫后消费回暖、猪周期上行、能源价格攀升等因素仍会驱动通胀中枢阶段性抬升，3%以上的CPI一定程度上可能会对货币政策构成制约。

第三，对信贷结构更加重视。一方面继续强调“加大对实体经济的信贷支持力度”，另一方面增加“引导开发性政策性银行落实好新增的8000亿元信贷额度和新设的3000亿元金融工具，有力支持基础设施项目融资”。政策性金融工具和结构性金融工具同时发力，并着力稳定银行负债成本下降，推动企业降低综合融资成本。但地产领域的持续低迷带来的融资需求不足等问题短期难以得到解决，房地产政策的放松速度和程度短期内仍是信贷能否提升的重要影响因素。

《专栏3：信贷结构的演变和趋势》展示了信贷结构的变化：“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”。房地产贷款比重也由2019年峰值的29%回落至2022年6月末的25.7%。中长期来看，我国信贷增长将更加重视总量稳、结构优，绿色投资、“两新一重”等新动能在一定程度上可为信贷增长提供支撑。

第四，未提及“保持宏观杠杆率基本稳定”。一季度报告指出“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”，本次报告改为“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”，既未提及名义经济增速，也淡化了对宏观杠杆率的重视。经济下行的压力使得央行货币政策保持宽松，加杠杆比稳杠杆更加必要，且央行多次表示宏观杠杆率的暂时上升是正常的。

表1 央行货币政策执行报告对比

	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q4
国内经济展望	国内消费恢复面临居民收入不振、资产负债表受损和消费场景受限等挑战，积极扩大有效投资还存在一些难点堵点，服务业恢复基础尚不牢固，青年人就业压力较大，稳经济还需付出艰苦努力。但总的来看，我国经济长期向好的基本面没有改变	近期，新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。同时也要看到，我国发展有诸多战略性有利条件，经济体量大、回旋余地广，具有强大韧性和超大规模市场，长期向好的基本面没有改变。	我国是具有强劲韧性的大型经济体，经济长期向好的基本面没有变，构建新发展格局的有利条件没有变。也要看到，当前我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力，外部环境更趋严峻和不确定。	
国外经济形势分析	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。	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。	受疫情反弹扰动，2021年下半年以来全球经济复苏放缓， 供应链瓶颈仍未根本缓解，海外通胀压力上升，发达经济体劳动力市场出现结构性变化。 展望未来，疫情形势、通胀走势、发达经济体宏观政策调整仍有较大不确定性，可能伴生的经济金融风险不容忽视	
海外值得关注的问题	1、经济增长动能放缓。2、全球通胀高位运行。3、劳动力市场结构性供给短缺仍存，需求也边际放缓。4、国际金融市场波动加剧。5、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	1、地缘局势紧张影响全球经济复苏。2、主要发达经济体货币政策加速收紧的影响正在显现。3、全球复苏分化依然较大，发展中国家面临挑战。	1、新冠肺炎疫情仍是影响全球经济金融运行的重要变量。2、主要发达经济体宏观政策转向的影响是2022年重要的外部不确定性。3、全球高通胀持续时长尚存争议，需防止通胀预期脱锚风险。	
工作总基调与要求	坚持稳字当头、稳中求进，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，深化供给侧结构性改革，建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架， 抓好政策措施落实，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，发挥有效投资的关键作用，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。	坚持稳字当头、稳中求进，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，深化供给侧结构性改革，支持稳增长、稳就业、稳物价，建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，推动高质量发展，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间。	完整、准确、全面贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，推动高质量发展。 坚持稳字当头、稳中求进，积极主动贯彻落实中央经济工作会议精神，加大金融对实体经济的支持力度，继续做好“六稳”、“六保”工作，着力稳定宏观经济大盘，为保持经济运行在合理区间营造适宜的货币金融环境。	
下一阶段主要政策思路	货币政策总思路	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。	稳健的货币政策要灵活适度，加大跨周期调节力度， 发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，注重充足发力、精准发力、靠前发力，既 不搞“大水漫灌”，又满足实体经济合理有效融资需求，着力加大对重点领域和薄弱环节的金融支持，实现总量稳、结构优的较好组合。	
	总量货币政策	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。密切关注国际国内多种不确定因素变化， 平衡好内、外部均衡。 完善货币供应调控机制，持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束，引导金融机构 按照市场化、审慎经营原则、加大对实体经济的信贷支持力度。引导开发政策性银行落实好新增的8000亿元信贷额度	保持货币信贷总量稳定增长。完善货币供应调控机制，保持流动性合理充裕，引导金融机构有力扩大贷款投放，增强信贷总量增长的稳定性，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。	

	和新设的 3000 亿元金融工具，有力支持基础设施项目融资。健全可持续的资本补充机制。		
结构性货币政策	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。	要保持信贷结构稳步优化。结构性货币政策工具积极做好“加法”，落实好支持小微企业的市场化政策工具，用好碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，引导金融机构增加对信贷增长缓慢地区的信贷投放，精准发力加大对小微企业、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节的支持力度。
利率	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	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。	促进降低企业综合融资成本。健全市场化利率形成和传导机制，发挥贷款市场报价利率改革效能，稳定银行负债成本，引导企业贷款利率下行。
汇率	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。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，坚持底线思维，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。	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，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。	保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。以我为主，以市场供求为基础，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能，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，处理好内部均衡和外部均衡的平衡。
物价水平	密切关注国内外通胀形势的变化，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，做好妥善应对，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。	
金融风险防范	遵循市场化法治原则，统筹做好经济发展和风险防范工作，保持金融体系总体稳定，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。	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。坚持底线思维，增强系统观念，遵循市场化法治化原则，统筹做好重大金融风险防范化解工作，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。	坚持底线思维，增强系统观念，遵循市场化法治化原则，统筹做好重大金融风险防范化解工作。
	专栏 1：金融政策落地生效助力经济回升向	专栏 1：健全现代货币政策框架取	专栏 1：银行体系流动性影响因素与

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_45110

