

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

货政报告没讲的可能更重要

2022年8月12日

8月10日, 中国人民银行发布2022年第二季度中国货币政策执行报告。

- **Q2 报告一没讲“管好货币总闸门”, 二没讲“保持宏观杠杆率基本稳定”, 三没讲“引导市场利率围绕央行政策利率平稳运行”。**1) “管好货币总闸门”对应流动性收紧, 在Q2 银行间流动性持续处于极松水平的局面下, 央行继续未提这一表述, 说明“加大稳健货币政策实施力度”的总基调延续, 央行尚未表露引导政策转向的态度。2) “保持宏观杠杆率基本稳定”是指债务规模(分子)相对名义GDP(分母)的基本稳定, 政治局会议最新定调表明不会追求过高经济增长目标, 随着分母下降, 债务水平对于货币政策的约束相对弱化。类似的, Q2 报告将社融与M2 增速目标由“和名义GDP 增速基本匹配”替换为“合理增长”。3) 从货币政策传导机制上看, 央行并不希望市场利率与政策利率长期大幅偏离。但考虑到“经济恢复基础尚需稳固”, 央行主动“收水”为时尚早, 下半年资金利率向政策利率回归的速度很可能慢于市场普遍预期。
- **Q2 报告新提出全球高通胀成为外部最大挑战, 兼顾“三个均衡”, 全年物价可实现预期目标, 结构工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”。**1) 全球通胀创下过去20 多年来新高, 发达经济体通胀难回落, 宏观政策陷入“两难”境地。新兴经济体更是面临通胀脱锚、经济放缓、债务积压等“完美风暴”风险。主要经济体因此采取加息等措施, 进一步削弱了全球经济增长动能, 催生出部分经济体硬着陆的风险。2) “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”, 一是表明既要搞好跨周期调节, 也要保证短期目标的实现; 二是表态有能力平衡稳增长和稳物价两项目标, 二者相互制约有限; 三是增加对外部因素的关注。3) 预计今年物价涨幅仍将运行在合理区间, 有望实现全年CPI 平均涨幅在3%左右的预期目标。历史上同一通胀率但经济承压时, 稳物价对于货币政策的制约相对有限。4) 结构工具“聚焦重点”体现在精准滴灌重点领域和薄弱环节; “合理适度”表明央行的重心可能不是出台新举措, 而是用好存量工具; “有进有退”或与结构工具引导下信贷结构的演变有关。
- **风险因素:** 疫情再度恶化, 增量政策推出不及预期, 美欧经济衰退。



目录

一、Q2 货币政策执行报告释放了哪些信号？	3
二、Q2 货币政策执行报告表述变化一览	8
风险因素	10

图目录

图 1: 1-6 月城镇新增就业人数不及往年	3
图 2: 青年人群就业压力加大	4
图 3: 下半年 CPI 同比预测	5
图 4: 2000 年以来我国有四个时期 CPI 同比明显高于 3%	5
图 5: 二季度以来 DR007 较 7 天逆回购利率大幅偏离	6
图 6: 近期 MLF 利率较同业存单收益率利差进一步走阔	6
图 7: 6 月一般贷款中利率低于 LPR 的贷款占比提升	7
图 8: 近期中美利差从深度倒挂返回零值附近	7
图 9: 7 月中下旬以来房地产销售初步企稳	8
图 10: 2022Q2 货币政策执行报告较 2022Q1 的重要表述对比	9

事件：

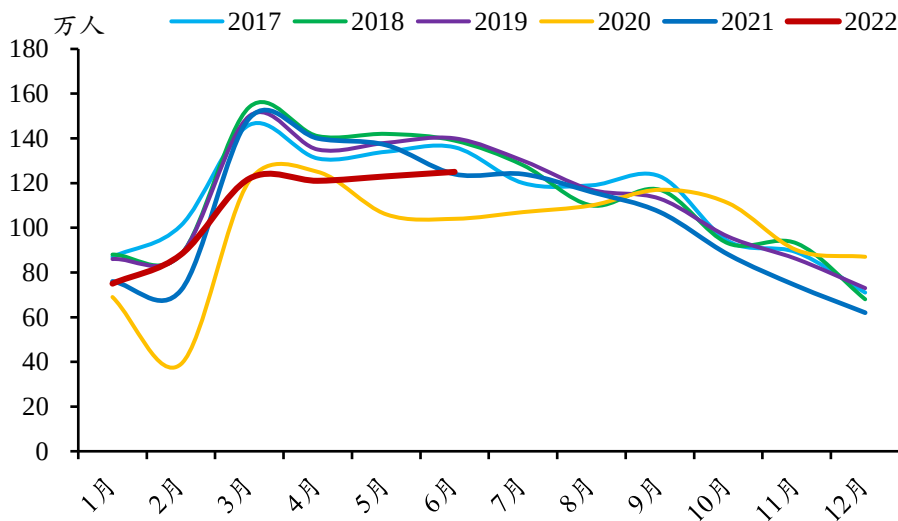
北京时间8月10日傍晚18点，中国人民银行发布2022年第二季度中国货币政策执行报告。

一、Q2 货币政策执行报告释放了哪些信号？

第一，全球高通胀成为外部最大挑战，新增世界经济增长动能转弱、部分经济体硬着陆等风险。7月欧元区HICP同比增长8.9%再创新高，美国CPI同比小幅回落0.6个百分点至8.5%，但考虑到当前美国通胀环比回落势能依然有限，去年三季度CPI环比基数明显较低，美国通胀的进一步回落仍存阻碍。央行指出发达经济体货币政策正面临偏松加剧通胀、偏紧加大经济硬着陆风险的“两难困境”。新兴经济体和发展中国家则面临通胀攀升、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。**国内经济恢复基础尚需稳固，下行压力有所缓解。**央行对国内经济的主要关注点包括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等。

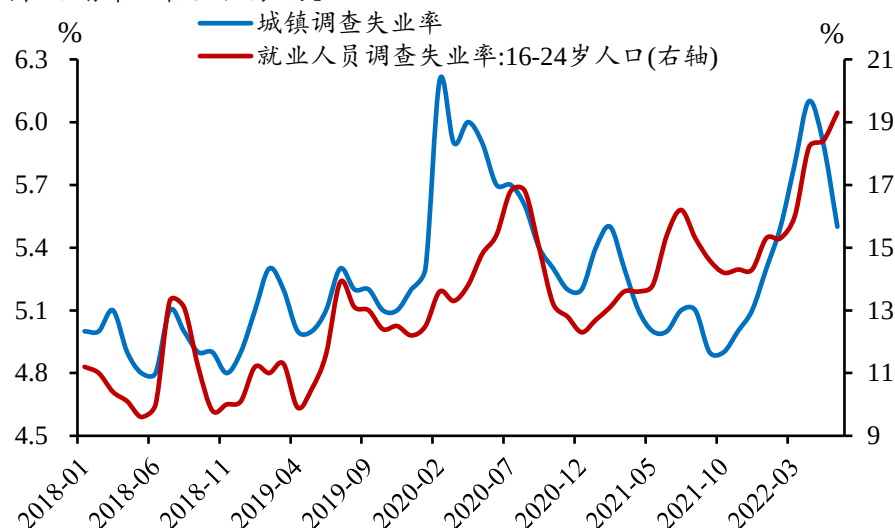
第二，未直接提及“稳增长”，但“力争实现最好结果”仍在货币政策目标体系中享有最高权重。7.28政治局会议将“保持战略定力”作为政策支持经济增长的前提条件，表明政策思路正在回归疫情前的常态，随着经济和疫情防控形势向好，稳增长的重要性在边际弱化。但在优先级上，支持经济增长暂时仍享有最高权重。首先，尽管Q2报告未直接提及“稳增长”，但相关表述替换为“巩固经济回升向好趋势、力争实现最好结果”等，依然在强调经济增长的重要性。其次，当前就业问题严峻，1-6月城镇新增就业人数不及往年，其中青年人群就业压力加大，6月16-24岁失业率升至19.3%，稳经济还需付出艰苦努力。最后，稳物价重要性的提升或让不同货币政策目标的相对重要性出现混淆，但央行对于物价形势的判断，是“预计物价涨幅仍将运行在合理区间”。

图 1：1-6 月城镇新增就业人数不及往年



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：青年人群就业压力加大



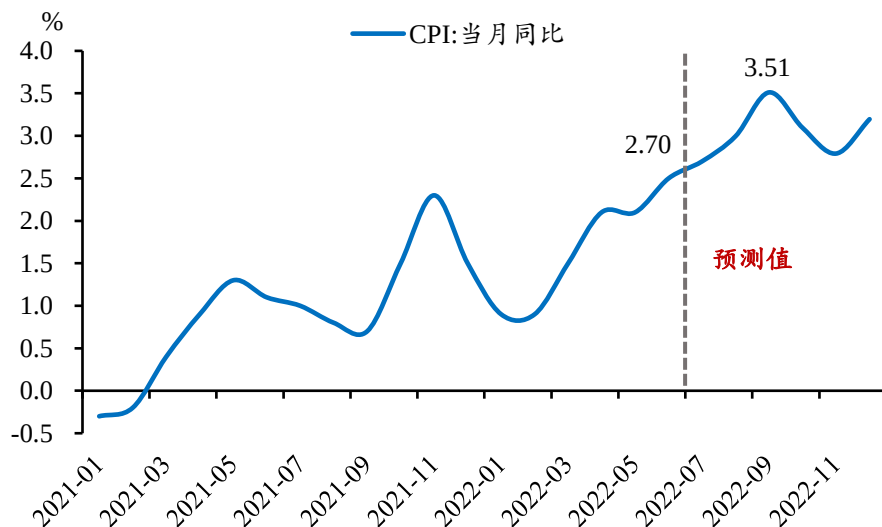
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第三，延续“加大稳健货币政策实施力度”的总基调，新提“兼顾三个均衡”。在 Q2 银行间流动性持续处于极松水平的局面下，货币政策基调基本延续了此前的表述，自 2021Q3 以来继续未提“管好货币总闸门”，此外删除了“保持宏观杠杆率基本稳定”表述，社融与 M2 增速目标由“和名义 GDP 增速基本匹配”改为“合理增长”，**并未释放政策转向信号，部分表述甚至较 Q1 报告有所强化。**新提的三个均衡一是兼顾短期和长期均衡，表明既要搞好跨周期调节，也要保证短期目标的实现。二是兼顾经济增长和物价稳定，相比发达经济体宏观政策陷入稳增长和抗通胀的两难局面，我国所面临的宏观形势和政策工具箱有能力平衡两项目标，表明了政策决心，也说明稳物价对于货币政策的约束相对有限。三是兼顾内部和外部均衡，相比上半年，下半年外部环境更趋严峻复杂，央行对外部不确定因素的关注有所上升。

第四，全年物价仍可实现预期目标，但应警惕结构性通胀压力。自 Q1 货政执行报告提及“密切关注物价走势变化”以来，央行明显加强了对物价形势的关注。Q2 报告关于下半年通胀走势的判断总体偏乐观，一是从基本面来看我国具备保持物价水平总体稳定的有利条件，包括不超发货币过度刺激需求，有效隔离了国际粮食危机，国内供应链运转较为通畅，居民通胀预期平稳等。二是短期内结构性通胀压力可能加大，包括原油等国际大宗商品造成的输入性通胀压力，新一轮“猪周期”下的猪肉价格上行，消费复苏回暖推动 PPI 向 CPI 的传导加快等。三是央行预计今年物价涨幅仍将运行在合理区间，有望实现全年 CPI 平均涨幅在 3% 左右的预期目标。根据我们的最新测算，CPI 有可能在 9 月份首次破 3% 并创下全年高点，读数接近 3.5%，下半年中枢约为 2.9%。

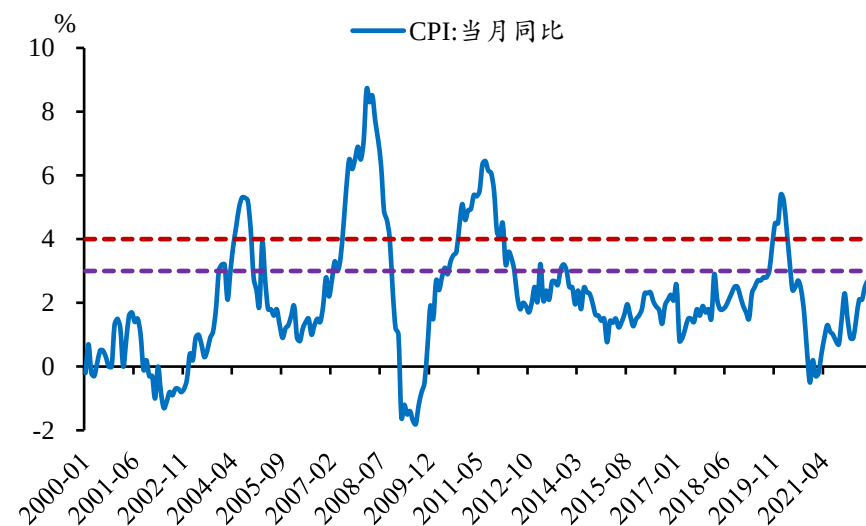
历史上同一通胀率但经济承压时，稳物价会暂时让位稳增长。2000 年以来我国有四个时期 CPI 同比明显高于 3%，前三个时期 200311-200410、200703-200810、201005-201205 均属于“经济好+通胀高”的典型组合，货币政策优先稳物价。而当经济出现明显下行压力时，譬如 201909-202004 时期，“稳物价”会让位于“稳增长”。参考历史经验，下半年通胀对货币政策的约束相对有限，一是下半年经济工作“力争实现最好结果”，政策形势与 201909-202004 时期更加类似。二是如央行所言，下半年通胀更多是结构性风险，政策面有能力应对。三是 CPI 同比预计破 4% 的风险较小，点位相对温和。

图 3：下半年 CPI 同比预测



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

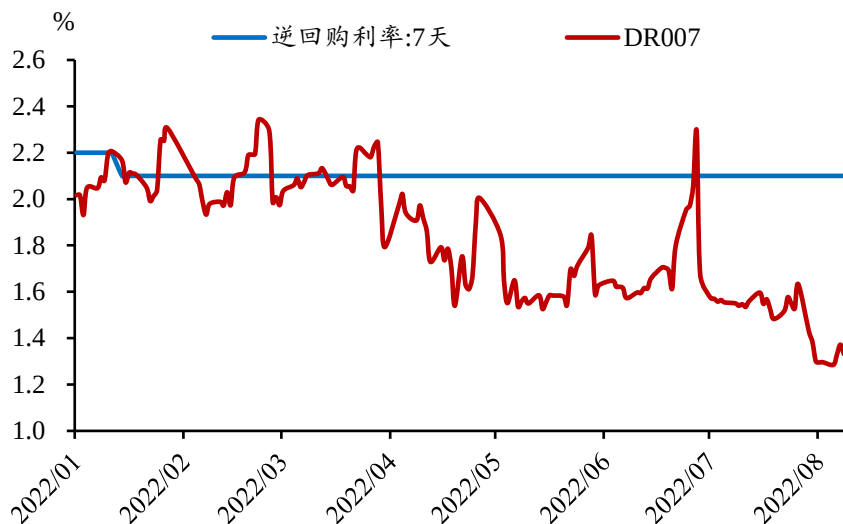
图 4：2000 年以来我国有四个时期 CPI 同比明显高于 3%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

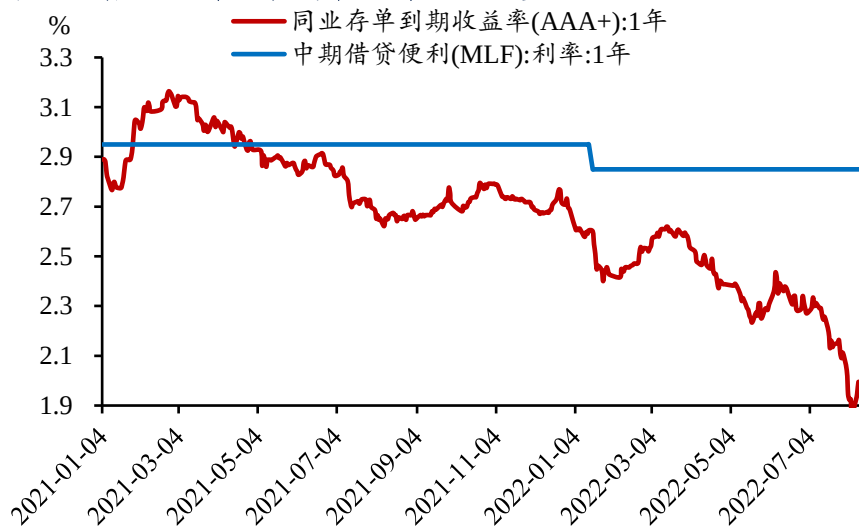
第五，删除“引导市场利率围绕央行政策利率平稳运行”，将 7 天逆回购缩量续做解释为市场需求有所减少。4 月份以来，DR007 较 7 天逆回购利率明显下行，MLF 利率较同业存单收益率利差进一步扩大。从货币政策传导机制上看，央行并不希望市场利率与政策利率长期大幅偏离。但考虑到下半年经济恢复基础尚需稳固，央行主动“收水”为时尚早，从而难以在短期内引导资金利率显著回归。对于近期多次开展 7 天逆回购缩量续做，央行解释为“二季度以来公开市场业务一级交易商对逆回购操作的需求总体有所减少”，“7 月份以来，一级交易商投标量继续减少，央行进一步降低逆回购操作量，但仍充分满足了投标机构的需求”。这一解释与上半年财政、货币政策双积极，投放大量基础货币，银行体系流动性充裕的实际情形相符，也似乎在为下半年可能出现的 MLF 缩量续做提前做预期管理。

图 5：二季度以来 DR007 较 7 天逆回购利率大幅偏离



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：近期 MLF 利率较同业存单收益率利差进一步走阔



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第六，6 月利率低于 LPR 的贷款占比提升，关注可能出现的 LPR 下调。6 月一般贷款中利率低于 LPR 的贷款占比升至 29.8%，为年内新高，利率高于 LPR 的贷款占比普遍出现下调，共计 62.39%，为年内新低，显示出银行为推动降低贷款利率付出了切实努力。从“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”的传导机制来看，一方面央行将继续“发挥好货币政策工具的总量和结构的双重功能”，下半年降准、降息（政策利率）空间明显受限，降 LPR 是最契合的工具。另一方面存款利率市场化改革将有效降低银行负债成本，是 LPR 下调的主要推动力。

图 7：6 月一般贷款中利率低于 LPR 的贷款占比提升

单位：%

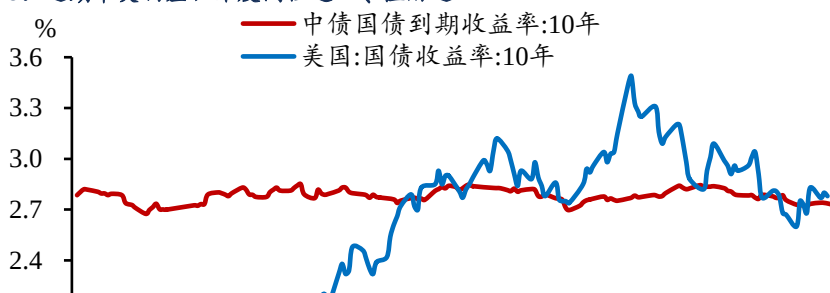
月份	减点	LPR	加 点					
			小计	(LPR, LPR+0.5%)	[LPR+0.5%, LPR+1.5%)	[LPR+1.5%, LPR+3%)	[LPR+3%, LPR+5%)	LPR+5% 及以上
1 月	24.15	6.72	69.14	18.20	23.88	12.90	7.74	6.41
2 月	27.19	6.79	66.02	16.55	21.39	11.76	7.72	8.61
3 月	25.42	7.63	66.95	17.18	22.95	13.24	7.40	6.18
4 月	24.79	6.89	68.31	15.92	22.44	13.66	8.37	7.92
5 月	28.40	6.60	65.00	16.07	21.24	12.75	7.63	7.32
6 月	29.80	7.82	62.39	17.15	20.98	12.10	6.64	5.52

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

第七，结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”。聚焦重点体现为结构工具引导金融支持重点领域和薄弱环节的特点。合理适度表明央行的重心可能不是出台新举措，而是用好存量工具，包括 8000 亿新增政策性银行信贷额度、3000 亿开发性金融工具，4 月份以来推出的 4400 亿再贷款工具，其中科技创新再贷款、普惠养老和交通物流专项再贷款均于 7 月首次申请。此外还包括普惠小微、绿色贷款等常规工具，以及去年末推出的碳减排支持工具。有进有退或与专栏 3 信贷结构的演变和趋势相关，结构工具引导金融资源向特定领域倾斜，相关领域信贷增长，相反基建、地产等传统资金密集型领域信贷高位回落。

第八，在“以我为主”的基础上强调“兼顾内外均衡”，下半年人民币汇率的贬值空间相对有限。央行强化了处理好内外部均衡的重要性，稳定汇率同样是下半年货币政策维持币值稳定的重要内容。7 月中下旬以来，美元兑人民币汇率基本在 6.75 上下波动，参考上半年走势，6.80 是比较明确的阻力位。下一步央行将加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，可动用工具包括调整外汇存款准备金率、启动逆周期因子、加强资本项目管制等等，有较为充分的后手余地。从基本面上看，下半年中美经济基本面有可能再度扭转，中美利差倒挂压力有望减轻，都能在一定程度上缓解汇率贬值压力。

图 8：近期中美利差从深度倒挂返回零值附近



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_45117

