



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

巩固基础，政策兼顾

——央行 2022 年二季度货币政策报告解读

日期： 2022年08月15日

分析师： 胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师： 陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《疫情防控不松懈，增长目标弱化》

——2022 年 07 月 29 日

《政策应出尽出，降息降准或提前》

——2022 年 05 月 26 日

《提振需求，应对下行压力》

——2022 年 05 月 22 日

■ 主要观点

巩固基础，政策兼顾

本次货币政策报告最大的特点就是加大了对通胀的关注，尤其是当前的结构性通胀压力。下半年 CPI 面临反弹的压力，个别月份甚至会突破 3%。鉴于此，央行也强调了政策上要兼顾均衡，“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”。下半年的政策还是将围绕稳增长、稳就业、稳物价展开。稳增长的重心是要巩固当前的经济发展基础，稳物价就是要坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，政策也在寻求更好的均衡。具体的政策方向上还是要总量与结构并重。总量上要保持流动性的合理充裕，继续加大对企业的信贷支持，宽信用方向不变，但也会更加关注信贷结构的优化。结构政策方面，要做“加法”，主要提到的还是一些已有的工具，支持方向仍然是小微、绿色、科技创新等重点领域、薄弱环节，特别指出要支持中小企业稳定就业，也有助于信贷结构的进一步优化。降成本继续推进，而其余方面的变化有限。

降息降准仍有必要

虽然央行此次在报告中强调了政策要兼顾均衡，并且加大了对结构性通胀压力的关注，但我们认为降息降准仍有必要。中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，要保持政策利率和货币增长的平稳，降准仍是未来不可或缺的选项。而在货币内生体系下，中国当前货币环境的核心问题，不在于数量宽松，而在于价格过贵，即中小企业融资利率偏高，而降息才是有效的解决方式。降息降准能更好引导市场利率的下行，通过利率传导机制，最终实现降成本的效果。而当前的经济恢复基础仍需巩固，随着PPI的加速回落，以及下半年CPI回升的可能性，也使得降息的窗口期出现，降息得以落地。

■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；政策超预期改变。

目 录

1 事件：事件：央行发布二季度货币政策报告	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 专栏 1：金融政策如何助力经济	3
2.2 逆回购缩量是正常调整	4
2.3 专栏 3：信贷结构优化	5
2.4 外部冲击与挑战	5
2.5 专栏四：结构性通胀压力加大	6
2.6 经济恢复基础尚需巩固，警惕结构性通胀压力	6
2.7 兼顾均衡	7
3 事件影响：对经济和市场	9
3.1 巩固基础，政策兼顾	9
4 事件预测：趋势判断	10
4.1 降息降准仍有必要	10
5 风险提示：	10

图

图 1 贷款加权平均利率 (%)	4
图 2 逆回购规模 (亿元)	5

表

表 1 货币政策报告要点变化	7
----------------------	---

1 事件：事件：央行发布二季度货币政策报告

近日，央行发布了 2022 年二季度货币政策执行报告。

2 事件解析：数据特征和变动原因

正文中分为 5 大部分，包括：货币信贷状况、货币政策操作、金融市场运行、宏观经济分析、货币政策趋势以及 4 个专栏（值得关注的是专栏 1、专栏 3 以及专栏 4），全方位概括了今年上半年来以来的货币政策执行情况以及下一阶段的操作思路，要点如下：

2.1 专栏 1：金融政策如何助力经济

专栏 1 特别回顾了今年主要的金融政策，为稳住经济大盘，服务实体经济发挥了重要的作用。

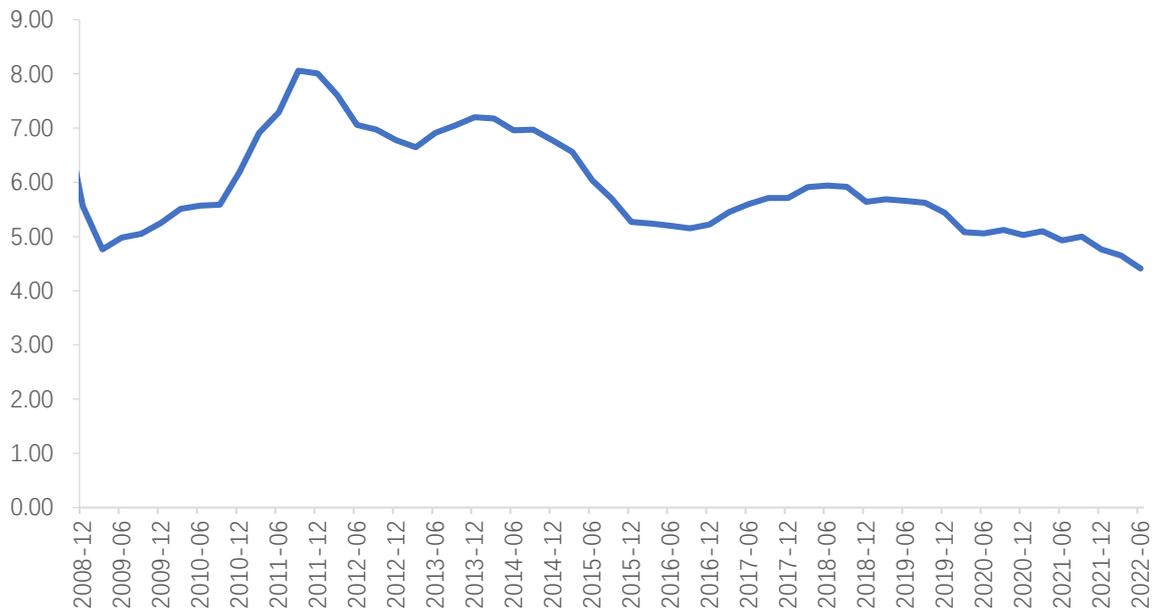
首先是加大了对实体经济的信贷支持力度。总量上保持流动性的合理充裕，综合运用降准、中期借贷便利、再贷款、再贴现和公开市场操作加大流动性投放力度，特别提到了截至 7 月，央行已上缴利润 1 万亿，相当于全面降准 0.5 个百分点。以总量的充裕刺激加大信贷投放。

针对受疫情影响的市场主体实施贷款延期还本付息。相关的政策在国务院实施的一揽子政策中也有体现。

发挥结构性政策工具的精准滴灌作用，主要包括支持普惠金融的再贷款、再贴现、碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款、普惠养老专项再贷款、交通物流专项再贷款，用于支持不同特定领域，体现了精准滴灌以及结构性政策支持方向。

发挥 LPR 效能，降低企业融资成本。今年以来，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别下降 0.1 个、0.2 个百分点，通过“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”的货币政策传导机制，引导贷款利率创下有统计以来新低。6 月，企业贷款加权平均利率为 4.16%，降成本效果显著。另外对于存款自律上限的优化也有助于稳定银行负债成本，进而推动贷款利率进一步下行。

图 1 贷款加权平均利率 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

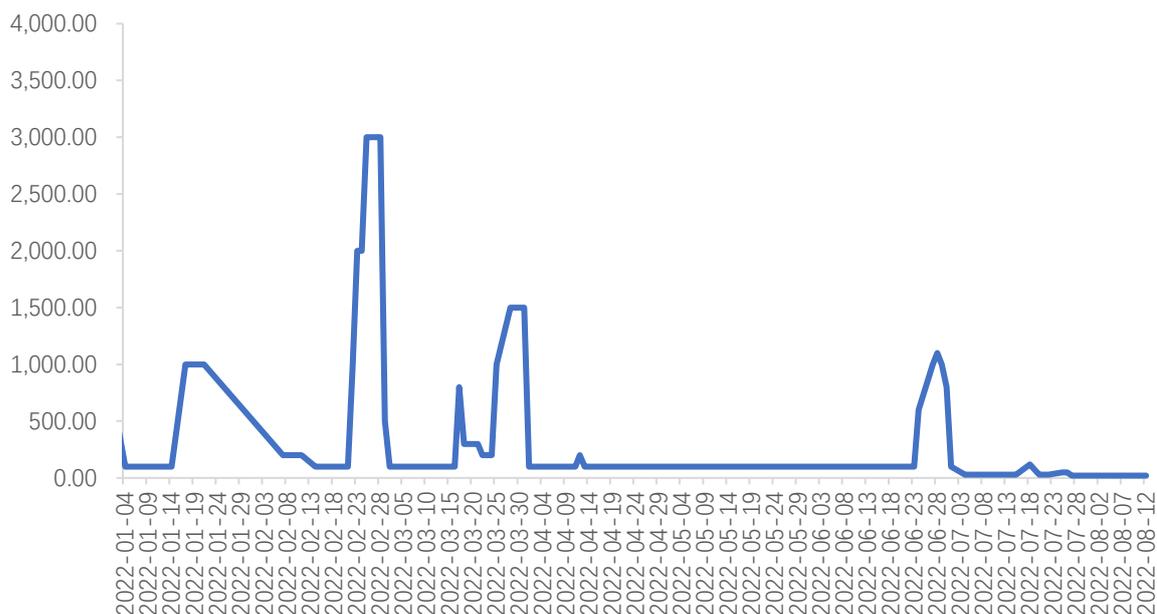
鼓励金融机构发行“三农”、小微专项金融债券，拓宽可贷资金来源。

最后是引导金融机构加大对基础设施建设和重大项目的支持力度。调增开发性政策性银行信贷额度 8000 亿元，推动设立 3000 亿元政策性开发性金融工具，支持中长期基础设施贷款投放，体现了扩大需求的发力方向，也表明了稳增长的抓手仍然是基建。

2.2 逆回购缩量是正常调整

近年来，央行的公开市场操作已形成一定规律，日常按 100 亿元的 7 天逆回购规模进行投放，在特殊时点如季末、月末、春节、国庆或是缴税、政府债券发行等因素引起的资金需求短时上升节点会加大投放量，甚至会启用 14 天期逆回购，拉长资金期限，熨平流动性波动，或是应对疫情冲击而进行的流动性放松。但从 7 月以来央行从以往的 100 亿元操作规模明显缩减，到目前形成了日常 20 亿元的操作规模，一度引发市场的关注。对此，央行在此次的货币政策报告中特别回应，主要原因还是因为由于货币市场资金供给充足，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，央行根据供需情况而进行了调整。央行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。这与央行前期强调不应过分关注公开市场操作的量，而应更多关注公开市场操作利率，也就是政策利率是否发生变化的观点一致。

图 2 逆回购规模 (亿元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.3 专栏 3: 信贷结构优化

专栏 3 讨论了近年来我国信贷结构的变化, 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”的特征。制造业贷款从 2010 年 17% 趋势性下行至 2020 年 9% 的势头得到遏制, 2022 年 6 月末回升至 9.4%。其中制造业中长期贷款自 2020 年 6 月以来持续保持 20% 以上的高增速。总量和结构优化同步推进。普惠小微贷款也明显发力, 截至今年 6 月末余额已达到 22 万亿, 占比达到 10.4%, 甚至略高于制造业贷款, 是 2018 年末的 2.7 倍。而基建与地产贷款占比则整体有所回落, 基建贷款由 2010 年的 25% 降至 2019 年以来的 19% 左右, 房地产贷款则由 2019 年峰值的 29% 回落至 2022 年 6 月末的 25.7%。

央行特别讨论信贷结构的变化, 主要是为了解释信贷增速回落的情况。由于过去量级较大的基建贷款和房地产贷款需求减弱, 而普惠小微以及高技术制造业等贷款体量相对较小, 并且加上直接融资的上升, 会导致信贷增速的放缓。央行特别强调这并不意味着金融支持实体的力度减弱。整体来看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。中长期来看, 信贷增长将实现总量稳、结构优, 并且绿色投资、“两新一重”等新动能也将为信贷未来的增长提供支撑。

2.4 外部冲击与挑战

针对世界经济形势, 央行认为高通胀成为全球经济发展的最大挑战。央行认为本轮引发通胀的因素分为短期与中长期。短期

因素包括发达经济体的宽松政策、疫情下的供给冲击、地缘政治因素、劳动力市场供需错配加剧“工资—物价”螺旋以及海外通胀预期引发的“第二轮效应”等。中长期因素则主要是对于抑制通胀发挥重要作用的全球一体化、劳动力供给充裕等红利发生变化逆转，叠加当前能源转型和产业链重构成本上升，央行认为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。

另外，发达经济体增长动能放缓，货币政策在通胀与经济增长之间面临两难。而对于发展中国家而言，则需要面临通胀攀升、经济放缓、债务积压、货币贬值以及食品和能源危机的风险。

2.5 专栏四：结构性通胀压力加大

鉴于当前全球面临的高通胀问题，专栏四专门讨论了我国的通胀形势。央行认为海外当前面临的两难局面能给予我们很好的启示，保持币值稳定是中央银行的首要职责，维护通胀平稳是宏观大盘稳定的题中之义。

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。当前物价走势总温和平稳，有望实现全年CPI平均涨幅在3%左右的预期目标。这得益于我们抓好粮食和能源保供稳价，货币政策也坚决不搞“大水漫灌”、不超发货币。

但我国当前结构性通胀压力仍然存在。外部环境来看，过去的全球一体化、劳动力供给充裕等红利已发生逆转。能源转型和产业链重构成本增加，疫情、地缘政治冲突等超预期因素也会加大价格波动的不确定性，整体而言外部大环境已发生根本性变化。而从国内来看，消费需求的复苏、新一轮“猪周期”的开启以及我国对能源进口的依赖所引发的输入性通胀均可导致物价阶段性反弹。

因此，央行认为下半年CPI的运行中枢将较上半年有所提高，部分月份甚至将超过3%，结构性通胀压力加大。对此，央行还是将坚持稳健的货币政策，不搞“大水漫灌”，把握好稳增长、稳就业、稳物价的平衡。

2.6 经济恢复基础尚需巩固，警惕结构性通胀压力

对于国内经济形势的研判，央行认为外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复基础尚需稳固。外部环境方面，全球经济增长放缓、通胀高位运行、主要发达经济体加快收紧、地缘政治冲突持续是主要问题。而国内方面，消费面临居民收入不振、资产负债表受损以及消费场景受限等限制，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问题凸显。

对于通胀，央行认为虽然总体将保持稳定，当要警惕结构性通胀压力，由于是CPI下半年的中枢将有所抬升，甚至阶段性突破3%。并且在后续政策方向中，特别提到要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，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。

2.7 兼顾均衡

对于下一阶段的政策思路，央行坚持稳字当头，稳中求进，针对当前形势指出要巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，力争实现最好结果。稳健的货币政策要加大实施力度，增加了“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”以及“不超发货币”，结合本次报告中对通胀全面加强关注，政策基调也会更加兼顾均衡。

政策方向上要总量与结构政策并重。总量方面要保持合理充裕，加大对企业的信贷支持，并且结合本次专栏对于信贷结构讨论，我们认为除了稳定信贷总量增长之外，央行也会关注信贷结构的优化，主要还是依赖结构性工具。增加“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”与政治局会议的基调一致，基建投资仍然是扩大需求的抓手。结构政策方面，主要提到的还是一些已有的工具，支持方向仍然是小微、绿色、科技创新等重点领域、薄弱环节，特别指出要支持中小企业稳定就业。降成本方面的变化不大，通过利率市场化改革，稳定银行负债成本，降低企业综合融资成本。

表 1 货币政策报告要点变化

要点	2022年二季度货币政策报告	2022年一季度货币政策报告	2021年四季度货币政策报告
经济形势	二季度我国经济顶住压力实现正增长。 当前全球经济增长放缓、通胀高位	我国经济运行总体实现平稳开局。 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	实现了较高增长、较低通胀、较多就业的优化组合，高质量发展取得新成效，“十四五”实现了良好开局。

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_45239

