

## 货币政策，如何应对内外挑战？

事件：

5月9日，央行发布2022年一季度货币政策执行报告。

点评：

■ 内外挑战增多下，央行对国内经济形势研判更加谨慎，对通胀关注明显上升

经济发展面临外部和内部挑战增多下，央行对国内经济形势研判更加谨慎。一季度报告对经济形势总体研判，与4月中央政治局会议定调一致，相较去年四季度报告的“三重压力”更加谨慎。外部方面，国际地缘政治紧张、发达经济体加快加码收紧货币政策、全球经济的波折与挑战；内部方面，经济“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”。

央行对通胀形势的关注度明显上升，尤其是粮食和能源价格稳定。4月以来，央行在多个会议中，均强调粮食和能源安全、价格稳定等，对国内物价稳定的关注已在逐步升温。一季度报告进一步明确强调，“密切关注物价走势变化，支持粮食、能源生产保供”，“谨防国际大宗商品价格上涨带来的输入性通胀压力”等。

■ 货币政策“以我为主兼顾内外平衡”，注重发挥结构性工具等对实体的支持

“稳字当头”下，货币政策“以我为主兼顾内外平衡”。一季度报告对货币政策定调，与一季度末召开的货币政策委员会例会基本类似，均强调“稳字当头”、“主动应对”、“提振信心”，重心在加大对实体经济的支持力度。相较去年四季度，报告进一步明确“以我为主”要兼顾内外平衡，与我们在报告《“以我为主”的微妙变化》判断类似，央行对主要海外央行收紧货币外溢影响关注上升。

工具安排上，央行注重发挥结构性工具和存款利率市场化调整机制作用。类似去年四季度，央行继续强调结构性货币政策工具积极做好“加法”，引导金融机构支持重点领域、薄弱环节及向受疫情影响严重的企业、行业倾斜。同时，央行明确强调发挥存款利率市场化调整机制重要作用，以推动降低企业融资成本等；专栏3详细介绍该机制，并指出部分银行已下调存款利率，进而推动贷款利率下降。

■ 操作层面长短兼顾，稳投资、保安全的同时，压降存量风险、严控增量风险

除复工、有效投资外，央行要求加大对粮食、能源等供给安全的金融支持。加快推动复工下，央行强调加大对疫情影响较大的行业、有效投资等金融支持；对地产表态，基本延续中央政治局会议定调，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，“因城施策”支持刚性和改善性住房需求。安全领域，央行强调对传统能源的支持，也明确要求“加大对大型风电光伏基地及周边煤电改造升级的支持力度”。

央行进一步细化金融风险防范，强调丰富工具、压实各方责任。相较去年四季度，一季度报告强调“丰富宏观审慎政策工具箱”，突出重点抓好防范化解金融风险工作，“压降存量风险、严控增量风险”；要求提高风险识别的前瞻性、及时性和有效性，不断丰富完善早期纠正措施，统筹监管资源和处置资源，压实金融机构及其股东主体责任、地方属地和金融管理部门的监管责任、风险处置合力。

风险提示：CPI通胀超预期，全球经济政治地缘冲突加剧。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人  
majieying@gjzq.com.cn

图表 1: 2022 年一季度货币政策执行报告对比表

	2021Q4	2022Q1
经济形势分析	<p>第四季度我国经济恢复企稳...也要看到,当前我国经济发展面临<b>需求收缩、供给冲击、预期转弱</b>三重压力,外部环境<b>更趋复杂严峻和不确定</b>...主要发达经济体通胀攀升,供应瓶颈尚未有效缓解...美联储表示将加息和缩表,市场预期其货币政策收紧步伐将加快,全球跨境资本流动和金融市场调整的风险上升...国内经济面临下行压力,疫情反复仍对消费需求形成抑制,部分领域投资尚在探底,经济潜在增速下行、人口增长放缓、低碳转型等中长期挑战也不容忽视...</p> <p>通胀压力总体可控...未来 CPI 运行中枢可能较上年温和抬升,继续在合理区间运行。与此同时, PPI 同比涨幅在阶段性冲高后回落。未来全球经济供需缺口有望趋于弥合,加之高基数效应逐步显现,预计 2022 年我国 PPI 同比涨幅将继续回落态势...央行实施正常货币政策...</p>	<p>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<b>复杂性、严峻性、不确定性上升</b>...从外部看,一是国际地缘政治局势紧张...造成大宗商品价格大幅波动,而且导致供应链和国际贸易受阻...二是主要发达经济体...正在加快<b>加码收紧货币政策</b>,可能带来新的扰动和溢出效应...三是<b>全球疫情还在蔓延</b>...从国内看,经济发展面临的<b>需求收缩、供给冲击、预期转弱</b>三重压力依然存在...<b>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</b>...一是餐饮、零售、旅游等<b>接触型消费转弱</b>...二是<b>一些企业出现停产减产,市场主体困难明显增加</b>...三是<b>货运物流和产业供应链</b>出现摩擦,经济循环<b>遭遇制约</b>。</p> <p>物价形势总体稳定...未来 CPI 运行中枢可能较上年温和抬升,仍继续在合理区间运行...未来 PPI 可能延续总体回落态势,同时也要谨防国际大宗商品价格上涨带来的<b>输入性通胀压力</b>...货币政策保持<b>稳健取向</b>...</p>
政策基调	<p>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<b>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</b>...实现总量稳、结构优的较好组合...<b>保持货币信贷总量稳定增长</b>...结构性货币政策工具积极做好“加法”...引导金融机构增加对信贷增长缓慢地区的信贷投放...<b>稳定银行负债成本,引导企业贷款利率下行</b>...强化预期管理,引导市场主体树立“<b>风险中性</b>”理念...</p>	<p>稳健的货币政策<b>加大对实体经济的支持力度,稳字当头,主动应对,提振信心</b>,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,<b>增强信贷总量增长的稳定性</b>...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...<b>推动降低企业综合融资成本。密切关注物价走势变化</b>,支持粮食、能源生产保供,保持物价总体稳定...<b>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</b>...</p>
政策展望	<p>密切关注国内外经济金融形势边际变化,加强对<b>财政收支、政府债券发行、现金投放回笼和主要经济体货币政策调整</b>等不确定因素的监测分析...<b>培育和激发实体经济信贷需求</b>,引导金融机构<b>有力扩大信贷投放</b>,增强信贷总量增长的稳定性...</p> <p>保持再贷款、再贴现政策稳定性...持续推动普惠小微贷款“增量、降价、扩面”,更好发挥其<b>稳企业保就业</b>的重要作用...支持符合条件的金融机构为具有显著碳减排效应的重点项目提供优惠利率融资...在<b>确保能源供应安全的同时支持经济向绿色低碳转型</b>...提高中小微企业供应链融资可得性...</p> <p>提高中小微企业供应链融资可得性...继续巩固拓展脱贫攻坚成果,做好金融支持种业发展...等领域工作,引导金融机构创新专属金融产品和服务,更好满足涉农领域多样化融资需求。</p> <p>牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位...<b>实施好房地产金融审慎管理制度</b>,加大住房租赁金融支持力度,维护住房消费者合法权益,<b>更好满足购房者合理住房需求</b>,促进房地产市场健康发展和良性循环。</p> <p>健全市场化利率形成和传导机制,完善中央银行政策利率体系,引导市场利率围绕政策利率波动...<b>督促落实优化存款利率监管措施,规范存款市场竞争秩序</b>...<b>稳定银行负债成本,引导企业贷款利率下行,有力推动降低企业综合融资成本</b>...<b>加强预期管理,保持人民币利率在合理均衡水平上的基本稳定...降低中小微企业汇率避险成本</b>...</p> <p>稳步推动债券市场更高水平的对外开放,健全高效联通的多层次市场体系,培育多元化的合格投资者队伍。进一步完善债券市场法制...<b>及时防范和化解债券市场风险</b>...</p> <p>进一步完善宏观审慎管理体系...<b>切实提高风险抵御能力</b>...<b>加快完善现代金融监管制度体系,抓紧补齐监管制度短板</b>...继续按照“<b>稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹</b>”的方针,<b>稳妥有序做好重点机构风险处置化解工作</b>,提升监管协调效能,<b>坚决遏制各类风险反弹回潮</b>。压实各方责任,<b>建立健全地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制</b>,形成风险处置合力。健全金融风险问责机制,对重大金融风险严肃追究问责,有效防范道德风险。</p>	<p>保持货币信贷和社会融资规模稳定增长...综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕,进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性,<b>稳定好市场预期</b>...<b>培育和激发实体经济信贷需求</b>,引导金融机构<b>合理投放贷款</b>,增强信贷总量增长的稳定性...</p> <p>继续发挥好结构性货币政策工具的牵引带动作用...<b>加大对涉农主体、受疫情影响较大的住宿餐饮、批发零售、文化旅游等接触型服务业及其他有前景但受疫情影响遭遇困难行业的支持力度</b>...<b>抓实破减排支持工具落地</b>,加大对<b>大型风电光伏基地及周边煤电改造升级</b>的支持力度,在<b>确保能源供应安全的同时支持经济向绿色低碳转型</b>...</p> <p>全力做好<b>粮食安全</b>和<b>重要农产品产销</b>的金融保障,做好<b>煤炭等能源供应</b>的金融服务,加大对<b>物流航运循环畅通</b>的金融支持,<b>加大对有效投资等金融支持</b>。</p> <p>牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位...<b>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</b>,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> <p>健全市场化利率形成和传导机制,完善中央银行政策利率体系,引导市场利率围绕政策利率波动...<b>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</b>...着力稳定银行负债成本,<b>持续释放贷款市场报价利率改革效能</b>,推动降低企业综合融资成本...<b>加强预期管理,保持人民币利率在合理均衡水平上的基本稳定...降低企业汇率避险成本</b>...</p> <p>稳步推动债券市场更高水平对外开放...健全高效联通的多层次市场体系,培育多元化的合格投资者队伍,<b>加大债券市场对重点领域和薄弱环节的创新支持</b>...及时防范和化解债券市场风险...</p> <p>进一步完善宏观审慎政策框架...<b>丰富宏观审慎政策工具箱</b>...继续按照“<b>稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹</b>”的方针,<b>突出重点抓好防范化解金融风险工作</b>,分类处置,<b>压降存量风险,严控增量风险,密切关注重点领域风险</b>,提高风险识别的前瞻性、及时性和有效性,<b>不断丰富完善早期纠正措施,统筹监管资源和处置资源,强化横向协同和纵向协同</b>...<b>压实金融机构及其股东的主体责任、地方属地责任和金融管理部门的监管责任</b>,形成风险处置合力,确保处置措施有效执行和落地...<b>坚决守住不发生系统性金融风险的底线</b>。</p>

来源: 中国人民银行、国金证券研究所

风险提示:

- 1、在猪肉供给出清加快、需求收放缓下,新一轮猪周期或将重启;同时,原油供给弹性受限、全球需求修复,可能带来原油价格的持续高位,不排除形成“猪油共振”的可能,叠加消费的逐步修复,年内 CPI 通胀可能阶段性超预期;
- 2、俄乌冲突升级,地缘冲突加剧。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402