

结构性工具或将成为重要发力点

央行 2022 年一季度货币政策执行报告点评

◎ 投资要点:

分析日期 2022年05月10日

证券分析师: 刘思佳

执业证书编号: S0630516080002

电话: 021-20333778

邮箱: liusj@longone.com.cn

相关研究报告

◆2022年5月9日,央行发布了2022年一季度货币政策执行报告,我们认为有以下主要关注点:

◆**预计稳增长政策仍会加码。**报告新增“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”,与政治局会议基调一致,预计稳增长政策仍会加码。

◆**货币政策仍有宽松空间,但结构性工具将发挥更重要的作用。**报告中删除了“灵活适度”,新增“稳字当头、主动应对、提振信心”,预计货币政策仍将稳中偏宽松。对于结构性工具的篇幅大幅增加,“聚焦支持小微企业和受疫情影响的困难行业、脆弱群体”,“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”。结构性工具具有精准性,对于信贷投放有促进作用,预计年内会有较大空间。

◆**两个密切关注。**在下一阶段主要政策思路中,央行提到了密切关注,一是“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。”对国内通胀的判断仍是CPI中枢温和抬升,PPI延续总体回落态势,但也要谨防国际大宗商品价格上涨带来的输入性通胀压力。二是“密切关注主要发达经济体货币政策调整”,近期美债收益率明显上升,美元走强,人民币汇率短期有一定的贬值压力。央行对汇率的表述总体与去年四季度报告相一致,“以我为主兼顾内外平衡”,或体现出目前的汇率水平仍在央行认定的合理区间水平内,一定程度上为国内货币政策创造空间。

◆**存款利率市场化调整机制。**专栏3详细阐述了存款利率市场化。2021年6月,优化了存款利率自律上限形成方式,由倍数改为加基点;2022年4月,央行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制,参考10年期国债收益率以及1年期LPR来合理调整存款利率水平,利率市场化更进一步发展。工农中建交邮储等国有银行和大部分股份制银行均已于4月下旬下调了1年期以上期限定期存款和大额存单利率。总体来看,存款利率市场化调整机制可促进存款利率下行,进而降低银行负债成本,推动实际贷款利率进一步下降,后续或将推动LPR下调。

◆**房地产政策边际放松。**报告中新增“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”,结合全国多地房地产销售政策已经开始逐步放松,预计后续地产市场将在“房住不炒”的总基调下,相对更加积极。

◆**总的来看,货币政策总体稳健略偏宽松的基调不变,稳增长背景下总量政策仍有空间,但受海外输入型通胀压力以及美联储加息缩表等因素影响下,空间正在变小。但另一方面,结构性货币政策空间更大,存款利率市场化调整机制最终推动实体经济降低融资成本,预计政策层面将会更积极。**

表 1 货币政策执行报告内容对比

	2021Q4	2022Q1
经济展望	<p>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。</p>	<p>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。</p>
主要思路	<p>下一阶段,中国人民银行将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导,贯彻党的十九大、十九届历次全会和中央经济工作会议精神,按照党中央、国务院的决策部署,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,为保持经济运行在合理区间营造适宜的货币金融环境。</p>	<p>下一阶段,中国人民银行将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导,贯彻落实党的十九大、十九届历次全会、中央经济工作会议精神和《政府工作报告》要求,按照党中央、国务院的决策部署,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,稳定宏观经济大盘。</p>
下一步工作重点	<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总量和结构双重功能,注重充分发力、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。</p> <p>一要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。</p> <p>二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、绿色发展的支持力度。</p> <p>三要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。</p> <p>四要保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。以我为主,处理好内部均衡和外部均衡的平衡,以市场供求为基础,增强人民币汇率</p>	<p>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。用好各类货币政策工具,保持流动性合理充裕,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。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、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。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。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。坚持以市场供求为基础、</p>

	<p>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。</p> <p>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。着力稳定宏观经济大盘,推动经济行稳致远,迎接党的二十大胜利召开。</p>	<p>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。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。着力稳定宏观经济大盘,保持经济运行在合理区间,以实际行动迎接党的二十大胜利召开。</p>
<p>房地产</p>	<p>牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段,坚持稳地价、稳房价、稳预期,实施好房地产金融审慎管理制度,加大住房租赁金融支持力度,维护住房消费者合法权益,更好满足购房者合理住房需求,促进房地产市场健康发展和良性循环。</p>	<p>牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段,坚持稳地价、稳房价、稳预期,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,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>国内通胀</p>	<p>通胀压力总体可控。2021 年我国 CPI 全年均值 0.9%。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 同比涨幅将延续回落态势。总的看,我国经济供求基本平衡,央行实施正常货币政策,有利于物价走势中长期保持稳定。</p>	<p>物价形势总体稳定。受国内猪肉价格持续回落等因素带动,一季度 CPI 涨幅保持在相对低位,累计同比上涨 1.1%,其中 3 月份同比上涨 1.5%。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。与此同时,一季度各月 PPI 同比涨幅趋于收敛,其中 3 月份同比上涨 8.3%,较上年高点收窄 5.2 个百分点,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输入性通胀压力。总的来看,我国经济运行保持在合理区间,工农业产品和服务供给总体充裕,消费、投资需求仍处在恢复之中,货币政策保持稳健取向,有利于物价走势中长期保持稳定。</p>
<p>海外通胀</p>	<p>全球高通胀持续时长尚存争议,需防止通胀预期脱锚风险。疫情发生以来,全球供应链出现瓶颈甚至阻塞、劳动力结构性短缺引发“工资-通胀”螺旋、大宗商品价格上涨并向下游传导、发达经济体货币政策极度宽松等多方面因素共同推动海外通胀明显走高,这些因素未来如何演进、带来的影响何时消退存在较大不确定性。目前,发达经济体通胀压力已处于多年罕见的高位水平,市场通胀预期仍较强,政策制定者需密切关注通胀预期可能脱锚的风险,防止预期发</p>	<p>发达经济体劳动力供给恢复缓慢,通胀水平持续上升。美国职位空缺数今年 2 月达到 1126.6 万人,连续 8 个月超过 1000 万人。美国平均时薪 3 月同比上涨 5.6%,英国平均周薪 2 月同比上涨 5.4%,均明显高于疫情前三年两国不足 3%的年均涨幅。受此影响,发达经济体“工资—物价”螺旋上涨的现象更加明显,通胀持续攀升。3 月,美国和英国 CPI 同比涨幅分别达到 8.5%和 7.0%,分别创 40 年和 30 年新高;4 月欧元区 HICP</p>

	散。	同比上涨 7.5%，再创公布统计数据以来新高。部分新兴经济体通胀同样继续升温，3 月巴西 IPCA、印度 CPI 分别同比上涨 11.3%和 7.0%。
专栏	专栏 1 银行体系流动性影响因素与央行流动性管理 专栏 2 增强信贷总量增长的稳定性 专栏 3 我国宏观杠杆率保持基本稳定 专栏 4 两项直达工具接续转换 专栏 5 探索开展气候风险压力测试 专栏 6 防范化解重大金融风险取得重要成果	专栏 1 健全现代货币政策框架取得明显成效 专栏 2 从宏观审慎管理视角实施金融控股公司监管 专栏 3 建立存款利率市场化调整机制 专栏 4 加快推进金融稳定立法建设

资料来源：Wind，东海证券研究所

分析师简介:

刘思佳: 东海证券研究所宏观策略分析师, 三年证券研究研究经验。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8621) 20333619
传真: (8621) 50585608
邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8610) 66216231
传真: (8610) 59707100
邮编: 100089