

# 央行一季度货币政策执行 报告点评

## 对跨境资本流动和国内通胀的关注度提升

北京时间5月9日，央行发布2022年一季度货币政策执行报告，我们认为，报告中透露出的以下信号值得关注。

- 更为关注流动性供求形势。本次报告中，对于国际国内环境判断的表述均有所变化。国际方面，报告新增表述“主要发达经济体货币政策加速收紧的影响正在显现。2022年以来主要发达经济体货币政策转向加快，在此背景下全球股、债、汇市场波动明显加大，跨境资本流动更不稳定，溢出效应已在显现。”与四季度报告相比，本次报告更加强调了主要发达经济体货币政策的加速收紧和跨境资本流动的问题。国内方面，相比四季度报告而言，本次报告更着眼于疫情带来的短期冲击，包括涉及到的消费转弱、企业停产、供应链摩擦等问题，并新增表述“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”。总体来看，央行对于国际国内不确定因素判断更为谨慎，仍需重点关注后续发达经济体货币政策对于跨境资本流动的扰动、以及国内实体经济流动性水平的受冲击程度。
- 密切关注物价走势。本次报告中，对于物价走势变化的关注有所提升。一方面，报告新增表述为“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。”强调了稳物价对粮食、能源生产保供的重要性；另一方面，更加强调国际地缘政治对全球粮食、能源供给的扰动，以及带来的输入性通胀压力。3月国内通胀明显受到国际农产品和能源价格上涨影响，且短期内国际油价和农产品价格仍在高位波动，后续CPI同比增速或仍有进一步上行的压力。此外，报告再次提及发达经济体的通胀水平问题，尤其是提及到发达经济体“工资-物价”螺旋上涨的现象更加明显是通胀持续攀升的原因，同时也提及了新兴经济体的通胀升温现象。总体而言，央行主要的关注点仍是国际物价带来的输入性通胀。
- 存款利率市场化调整机制逐步完善。此外，本次报告增加了对于存款利率市场化调整机制的表述。专栏3中，报告指出“4月最后一周（4月25日-5月1日），全国金融机构新发生存款加权平均利率为2.37%，较前一周下降10个基点。”结合4月15日市场利率定价自律机制召开会议，鼓励中小银行的存款利率浮动上限下调10BP左右，我们认为存款利率市场化的进一步完善对于稳定银行负债成本意义较大，同时也更有利于带动LPR下调，从而降低企业综合融资成本。在4月末新发生存款加权平均利率下降10个基点的情况下，预计二季度贷款利率将保持下行趋势。
- 后续的货币政策方向。从报告中仍强调“以我为主”的表述来看，我们认为后续货币政策操作仍会保持稳健以及流动性宽裕。具体来看，一方面货币政策方向仍将更多强调宽信用，主要着眼在再贴现再贷款工具的使用上；另一方面，对于外部经济体政策影响、物价上涨风险更为关注。

**风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。**

### 相关研究报告

《4月进出口数据点评：疫情对供应链的扰动  
在外贸数据中显现》20220509

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229353

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

北京时间5月9日，央行发布2022年一季度货币政策执行报告，我们认为，报告中透露出的以下信号值得关注。

## 更为关注流动性供求形势

本次报告中，对于国际国内环境判断的表述均有所变化。国际方面，报告新增表述“主要发达经济体货币政策加速收紧的影响正在显现。2022年以来主要发达经济体货币政策转向加快，在此背景下全球股、债、汇市场波动明显加大，跨境资本流动更不稳定，溢出效应已在显现。”与四季度报告相比，本次报告更加强调了主要发达经济体货币政策的加速收紧和跨境资本流动的问题，而4月25日央行宣布下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点也表明央行有意引导市场预期，改善境内外汇流动性，汇率稳定已进入政策重点关注的视野。

国内方面，相比四季度报告而言，本次报告更着眼于疫情带来的短期冲击，包括涉及到的消费转弱、企业停产、供应链摩擦等问题，并新增表述“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”，此外在5月6日央行也提到“再贷款再贴现工具为受疫情影响较大的行业提供差异化金融支持，有效支持实体经济恢复发展。”目前结构性工具共计4400亿元，包括2000亿元科技创新再贷款、1000亿元交通物流领域再贷款、1000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度以及400亿元普惠养老领域再贷款。对比2020年疫情期间，仍有增量空间。

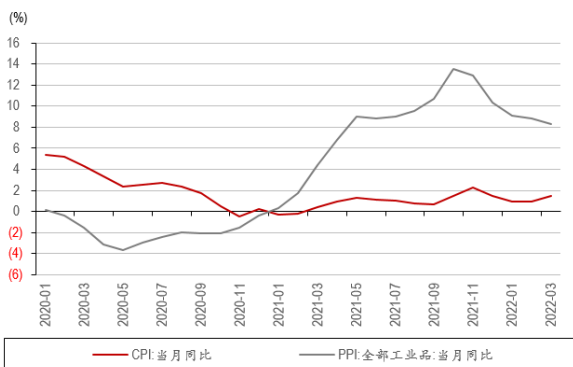
总体来看，央行对于国际国内不确定因素判断更为谨慎，仍需重点关注后续发达经济体货币政策对于跨境资本流动的扰动、以及国内实体经济流动性水平的受冲击程度。

## 密切关注物价走势

本次报告中，对于物价走势变化的关注有所提升。一方面，报告新增表述为“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。”强调了稳物价对粮食、能源生产保供的重要性；另一方面，更加强调国际地缘政治对全球粮食、能源供给的扰动，以及带来的输入性通胀压力。3月国内通胀明显受到国际农产品和能源价格上涨影响，且短期内国际油价和农产品价格仍在高位波动，后续CPI同比增速或仍有进一步上行的压力。

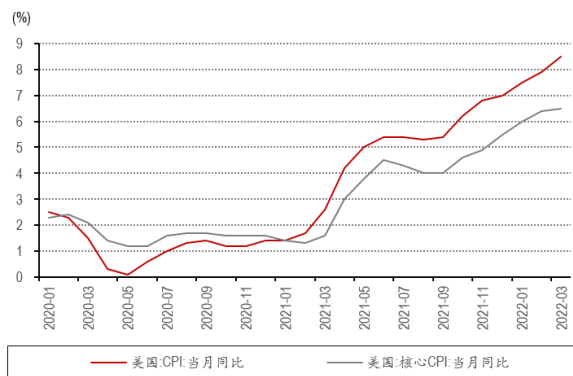
此外，报告再次提及发达经济体的通胀水平问题，尤其是提及到发达经济体“工资-物价”螺旋上涨的现象更加明显是通胀持续攀升的原因，同时也提及了新兴经济体的通胀升温现象。总体而言，央行主要的关注点仍是国际物价带来的输入性通胀。

图表 1. 国内通胀走势



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 美国通胀走势



资料来源：万得，中银证券

## 存款利率市场化调整机制逐步完善

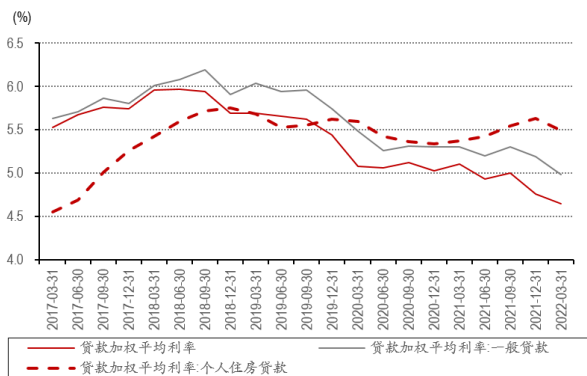
此外，本次报告增加了对于存款利率市场化调整机制的表述。专栏3中，报告指出“4月最后一周（4月25日-5月1日），全国金融机构新发生存款加权平均利率为2.37%，较前一周下降10个基点。”结合4月15日市场利率定价自律机制召开会议，鼓励中小银行的存款利率浮动上限下调10BP左右，我们认为存款利率市场化的进一步完善对于稳定银行负债成本意义较大，同时也更有利于带动LPR下调，从而降低企业综合融资成本。

从2022年一季度末贷款利率来看，人民币贷款加权平均利率为4.65%，一般贷款加权平均利率为4.98%，个人住房贷款加权平均利率为5.49%，均较上季度末有所下行，其中个人住房贷款加权平均利率转为下行。在4月末新发生存款加权平均利率下降10个基点的情况下，预计二季度贷款利率将保持下行趋势。

## 后续的货币政策方向

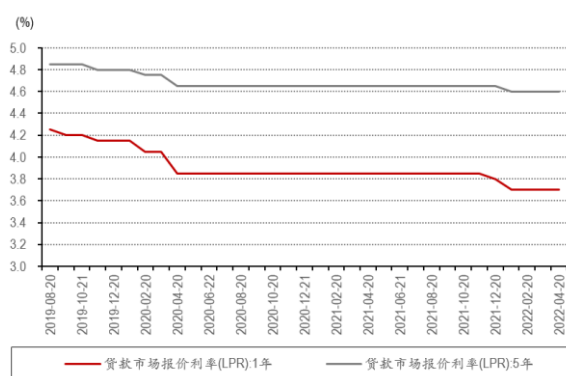
从报告中仍强调“以我为主”的表述来看，我们认为后续货币政策操作仍会保持稳健以及流动性充裕。具体来看，一方面货币政策方向仍将更多强调宽信用，主要着眼于再贴现再贷款工具的使用上；另一方面，对于外部经济体政策影响、物价上涨风险更为关注。

图表3. 金融机构人民币贷款加权平均利率



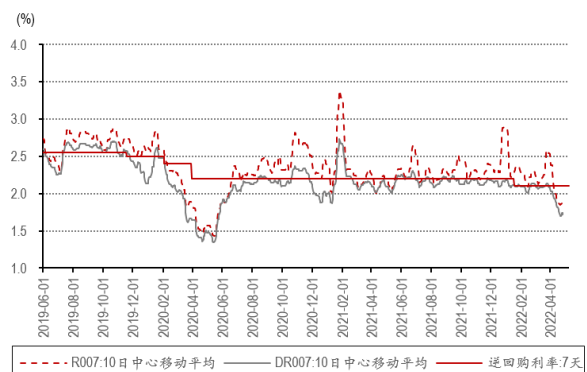
资料来源：万得，中银证券

图表4. 贷款市场报价利率



资料来源：万得，中银证券

图表5. 市场利率围绕政策利率上下波动



资料来源：万得，中银证券

图表6. 金融机构超额准备金率



资料来源：万得，中银证券

**风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；全球新冠疫情影响扩大。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371