



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

加大支持，主动应对

——央行 2022 年一季度货币政策报告解读

日期：2022 年 05 月 11 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：

- 《降准之后，降息可期》
——2022 年 04 月 16 日
- 《美联储加息大幕徐徐拉开》
——2022 年 03 月 21 日
- 《目标不低，投资需加速赶上》
——2022 年 03 月 08 日

■ 主要观点

以改革手段推动实质降成本

央行介绍了近年来存款利率市场化改革进程。市场以往关注的降成本手段更多的是降息降准，但央行的政策工具不仅于此。央行通过推进利率市场化改革，疏通利率传导机制，以市场利率带动存贷款利率下行，以改革手段来降低企业融资成本。4月降准后，虽降息未能落地，但实质性降成本仍在推进。

三重压力下新挑战，通胀关注上升

对于国内经济形势的研判，沿用了政治局会议定调——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。经济形势出现的新变化，当前稳增长、稳就业、稳物价均面临新的挑战，对于政策支持的要求进一步提高，对于通胀的关注也有所上升。

加大支持力度，政策主动应对

疫情突发以及外部地缘冲突下，各项应对政策也紧锣密鼓地出台，无论是之前的国常会、央行的23条以及4月的政治局会议都对后续的政策方向做出了指示安排，因此本次的货币政策报告更多是贯彻与落实。面对当前的经济形势，稳增长、稳就业、稳物价的问题更加突出。因此，在货币政策方面，要加大对实体经济的支持力度，主动应对，提振信心。总量方面要保持合理充裕，继续增强信贷总量增长的稳定性。结构政策方面，要做“加法”，在用好用既有政策下加大对在疫情冲击中经营困难的主体以及薄弱环节的支持。降成本继续推进，密切关注物价，保持物价稳定。

总量与结构并重

央行未来的政策方向是总量与结构并重。总量政策方面，降息降准仍有必要。我们一直强调降准降息的必要性，并且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。结构政策方面，侧重于扶持小微+绿色，以及有利于当前稳增长、稳就业、稳物价的方向。总量与结构共同推进，降低企业融资成本，加大对实体经济的金融支持，应对经济下行压力。

■ 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：央行发布一季度货币政策报告	3
2 事件解析：数据特征和变动原因	3
2.1 专栏 1：如何理解现代货币政策框架	3
2.2 贷款利率进一步降低，利率市场化显成效	4
2.3 专栏 3：以改革手段推动实质降成本	4
2.4 外部冲击与挑战	5
2.5 三重压力下新挑战，通胀关注上升	5
2.6 加大支持力度，政策主动应对	6
3 事件影响：对经济和市场	8
3.1 思路延续，落实部署	8
3.2 “抑”阶段中等待机会	8
4 事件预测：趋势判断	9
4.1 总量与结构并重	9
5 风险提示：	9

图

图 1 贷款加权平均利率 (%)	4
------------------------	---

表

表 1 货币政策报告要点变化	6
----------------------	---

1 事件：央行发布一季度货币政策报告

近日，央行发布了 2022 年一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 和专栏 3），全方位概括了今年一季度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：如何理解现代货币政策框架

在货币政策报告中多次提到要建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，其实在以往报告中已有所阐述，此次在专栏 1 中也介绍了推动健全现代货币政策框架取得明显成效，有助于我们理解央行未来政策的发展方向与脉络。

央行认为健全现代货币政策框架是建设现代中央银行制度的重要内容。而现代货币政策框架主要包括：货币供应调控机制，市场化利率形成和传导机制，货币政策工具体系以及人民币汇率形成机制。

在完善货币供应调控机制方面，央行主要通过完善中央银行调节银行货币创造的流动性、资本和利率三大约束的长效机制来调控货币供应。保持流动性的合理充裕；以永续债为突破口推动银行多渠道补充资本，缓解了资本约束；推动企业综合融资成本稳中有降，缓解了利率约束。

在健全市场化利率形成和传导机制方面，主要通过 LPR 改革推进，提升贷款利率的市场化程度，同时也持续优化存款利率监管，先后进行了存款利率自律上限改革，建立存款利率市场化调整机制，推动了存款利率市场化。

在创新和完善结构性货币政策工具体系方面，除了传统的货币政策工具降准的运用外，还创新和运用了结构性货币政策工具（专项再贷款再贴现工具），引导金融机构加大对符合新发展理念相关领域的支持力度。

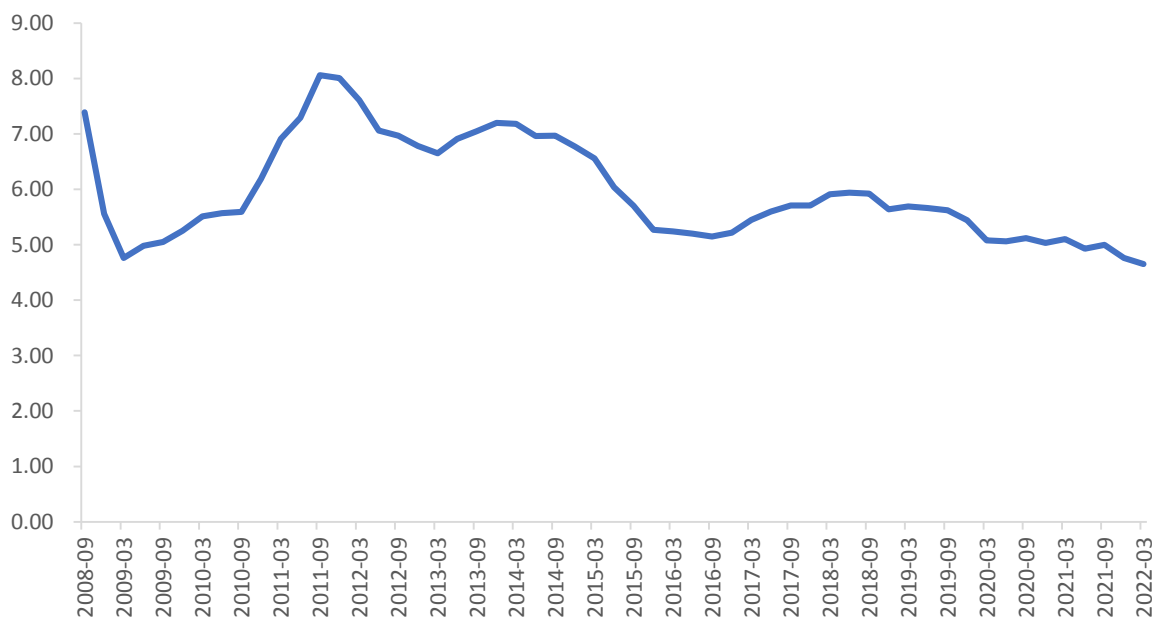
在完善人民币汇率形成机制，主要是央行退出外汇市场常态化干预，坚持市场化改革方向，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用，促进内部均衡和外部均衡的平衡，人民币汇率有升有贬、双向浮动，保持在合理均衡水平上的基本稳定。

下一步，央行会按照以往的方向，继续完善健全现代货币政策框架。

2.2 贷款利率进一步降低，利率市场化显成效

3月，贷款加权平均利率为4.65%，同比下降0.45个百分点，创历史新低。其中，一般贷款加权平均利率为4.98%，同比下降0.32个百分点；企业贷款加权平均利率为4.36%，同比下降0.27个百分点。央行通过带动市场利率的下行，传导至LPR，最终贷款利率得以下降，促进了企业综合融资成本的下降。2019年8月LPR改革以来，企业贷款加权平均利率从2019年7月的5.32%降至2022年3月的4.36%，累计降幅达0.96个百分点，超过同期LPR0.55个百分点的降幅，利率市场化改革成效显著。

图 1 贷款加权平均利率 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.3 专栏 3: 以改革手段推动实质降成本

专栏 3 介绍了近年来存款利率市场化改革进程。实际上，自 2015 年 10 月，央行就放开了对存款利率的行政性管制，但存在自律上限。在 2021 年 6 月，央行指导改革了自律上限形成方式，由存款基准利率乘以一定倍数形成，改为加上一定基点确定，有利于引导降低中长期定期存款利率，取得了一定的成效。2022 年 3 月，新发生定期存款加权平均利率为 2.37%，同比下降 0.08 个百分点，较存款利率自律上限优化前的 2021 年 5 月下降 0.12 个百分点。其中，中长期定期存款利率降幅更大，2 年、3 年和 5 年期定期存款利率较 2021 年 5 月分别下降 0.18 个、0.43 个和 0.45 个百

分点。

4月央行再次指导自律机制改革建立了存款利率市场化调整机制，自律机制成员银行参考以10年期国债收益率为代表的债券市场利率和以1年期LPR为代表的贷款市场利率。自此存款利率也连通了市场利率，推进了存款利率的进一步市场化。在当前市场利率总体下行的背景下，将更好地传导至存款利率，有利于稳定银行负债成本，进而推动贷款利率进一步下行。根据央行数据，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。

市场以往关注的降成本手段更多的是降息降准，但央行的政策工具不仅于此。央行通过推进利率市场化改革，疏通利率传导机制，以市场利率带动存贷款利率下行，以改革手段来降低企业融资成本。4月降准后，虽降息未能落地，但实质性降成本仍在推进。

2.4 外部冲击与挑战

针对世界经济形势，央行认为全球经济复苏前景的复杂性和不确定性加大。经济发展方面，由于全球疫情的反弹，全球经济下行压力有所显现；就业方面，劳动力供给恢复缓慢，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；而受地缘政治冲突影响，大宗商品价格剧烈震荡，并且由于主要经济体加快收紧，金融市场大幅波动。

展望未来，央行认为地缘局势紧张导致供给与需求的双重冲击，将影响全球经济复苏；主要经济体政策收紧溢出效应已然显现；全球经济复苏分化较大，发展中国家面临挑战。

2.5 三重压力下新挑战，通胀关注上升

对于国内经济形势的研判，此次报告沿用了政治局会议定调——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。外部环境方面，地缘政治紧张局势、通胀、疫情以及发达国家政策加快收紧仍是主要扰动。而国内经济方面，三重压力仍然存在，并且疫情对于经济冲击的影响加大，接触型消费转弱，部分领域投资尚在探底，企业停工停产，面临经营困难；供应链、物流运转摩擦，经济循环畅通受到制约。经济形势出现的新变化，当前稳增长、稳就业、稳物价均面临新的挑战，对于政策支持的要求进一步提高。

对于通胀，央行预计CPI运行中枢较上半年温和抬升，但仍在合理区间运行。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输入性通胀压力。并且在后续政策方

向中，特别提到要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。

2.6 加大支持力度，政策主动应对

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支持稳增长、稳就业、稳物价，强调着力稳定宏观经济大盘。稳健的货币政策要加大对实体经济的支持力度，主动应对，提振信心，政策姿态更加积极。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。

政策方向上要用好各类货币政策工具，总量与结构政策并重。总量方面要保持合理充裕，继续增强信贷总量增长的稳定性。结构政策方面，要做“加法”，支农支小再贷款额度有望增加，已有的对于小微、绿色、科技创新以及普惠养老的工具要用好落实。根据央行 23 条中的估计，结构性政策工具有望带动金融机构贷款投放多增 1 万亿元。降成本方面，要健全利率市场化形成和传导机制，发挥存贷款利率改革效能，稳定银行负债成本，降低企业综合融资成本。

房地产方面表态增加了“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”，延续政治局会议精神，因城施政的原则下，房地产政策面持续改善。

表 1 货币政策报告要点变化

要点	2022 年一季度货币政策报告	2021 年四季度货币政策报告	2021 年三季度货币政策报告
经济形势	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，我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。	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。 当前我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，外部环境更趋复杂严峻和不确定。	我国是具有强劲韧性的超大型经济体，经济长期向好的基本面没有变， 发展潜力大、回旋空间广阔的特点明显 ，市场主体活力充足。 世界百年未有之大变局和新冠肺炎疫情全球大流行交织影响，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复发展面临一些阶段性、结构性、周期性因素制约， 保持经济平稳运行的难度加大 。
通胀	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。 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。	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，PPI 同比涨幅将延续回落态势。	四季度 CPI 温和上涨，PPI 短期维持高位。通胀压力总体可控
政策思路	坚持稳字当头、稳中求进，支持稳增长	坚持稳字当头、稳中求进，加大金融	加强国内外经济形势边际变化的研判分

	<p>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，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>对实体经济的支持力度，继续做好“六稳”、“六保”工作，着力稳定宏观经济大盘，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>析，统筹今明两年宏观政策衔接，坚持把服务实体经济放到更加突出的位置，保持货币政策稳定性，稳定市场预期，努力完成今年经济发展主要目标任务。</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。</p>	<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，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>稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，以我为主，稳字当头，把握好政策力度和节奏，处理好经济发展和防范风险的关系，做好跨周期调节，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。</p>
	<p>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。</p> <p>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具、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。</p>	<p>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>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、绿色发展等重点领域和薄弱环节的支持力度。</p>	<p>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。</p> <p>密切跟踪研判物价走势，稳定社会预期，努力保持物价水平总体稳定</p> <p>发挥好结构性货币政策工具作用，引导金融机构加大对中小微企业、绿色发展等重点领域和薄弱环节的支持力度</p>
	<p>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。</p>	<p>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>健全市场化利率形成和传导机制，继续释放贷款市场报价利率改革效能，优化存款利率监管，推动小微企业综合融资成本稳中有降</p>
人民币汇	坚持以市场供求为基础、参考一篮子	保持人民币汇率在合理均衡水平上基	深化汇率市场化改革，增强人民币汇率

率	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 。	本稳定。以我为主，以市场供求为基础，增强人民币汇率弹性，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，处理好内部均衡和外部均衡的平衡	弹性，加强预期管理，完善跨境融资宏观审慎管理，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
房地产	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。	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	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，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，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， 配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者的合法权益 。

资料来源：货币政策报告，上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 思路延续，落实部署

本次货币政策报告并没有太超预期的内容。疫情突发以及外部地缘冲突下，对于经济运行在原本的三重压力下提出了新的挑战。各项应对政策也紧锣密鼓地出台，无论是之前的国常会、央行的 23 条以及 4 月的政治局会议都对后续的政策方向做出了指示安排，因此本次的货币政策报告更多是贯彻与落实之前的会议指导。面对当前的经济形势，稳增长、稳就业、稳物价的问题更加突出。因此，在货币政策方面，要加大对实体经济的支持力度，主动应对，提振信心。总量方面要保持合理充裕，继续增强信贷总量增长的稳定性。结构政策方面，要做“加法”，在用好既有政策下加大对在疫情冲击中经营困难的主体以及薄弱环节的支持。降成本继续推进，密切关注物价，保持物价稳定。

3.2 “抑”阶段中等待机会

受经济进程变化影响，资本市场先抑后扬进程格局不变，目前仍是抑的阶段，资本市场短期或临波动增加态势。待疫情冲击消退后，新生活方式和新经济结构将会逐渐演变成形，经济也将

在新模式下恢复动力。可等待美国下半年加息不及预期，以及中国降息确认的机会。

4 事件预测：趋势判断

4.1 总量与结构并重

央行未来的政策方向是总量与结构并重。总量政策方面，降息降准仍有必要。我们一直强调降准降息的必要性。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。结构政策方面，侧重于扶持小微+绿色，以及有利于当前稳增长、稳就业、稳物价的方向。总量与结构共同推进，降低企业融资成本，加大对实体经济的金融支持，应对经济下行压力。

5 风险提示：

通胀继续上行：疫情反复导致的全球供应链短缺问题迟迟难以缓解，俄乌冲突以及西方的连锁制裁引致国际大宗商品市场动荡，通胀或继续上行。

疫情反复变化再度超出预期：防控措施的延长，对于企业经营生产、全球供应链、经济增长的影响进一步加大。

政策超预期改变：大宗商品高位，疫情反复，经济的不确定性增加，政策或出现超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。