

## 保持稳增长取向，容忍宏观杠杆率阶段性较快上升

——2022年第二季度货币政策委员会例会公报解读

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

2022年6月20日，央行发布2022年第二季度货币政策委员会例会公报。对此我们做以下要点解读：

在形势判断方面，在当前经济已转入修复过程的背景下，本次会议依然强调宏观经济继续面临“三重压力”。我们判断，受“全球经济增长放缓”等因素影响，下半年我国出口增速存在下行势头，外需对经济增长的拉动力将明显低于去年；在与疫情相关的不确定性因素影响下，接下来消费修复将会偏缓；另外房地产还将低位运行一段时间。这意味着下半年国内经济修复势头总温和，GDP增速向5-6%的潜在增长水平回归仍需宏观政策支持。由此，本次会议强调货币政策要“强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”。这表明在三季度乃至下半年，货币政策会继续保持稳增长取向，不会因经济修复而出现“转弯”。

总量方面，本次会议强调“增强信贷总量增长的稳定性”。我们判断至少在三季度，信贷、社融和M2等金融总量增速都会延续上升势头或保持当前较快增长水平。这是下半年推动经济向潜在增长水平回归的前提。在2008年以来的四轮稳增长或经济反弹过程中，都伴随着金融总量增速的阶段性上扬。这个规律在当下正在显现。

结构方面，本次会议有较多内容涉及，总的方向是在小微企业等国民经济薄弱环节，以及科技创新等重点领域进一步加大实施力度。我们判断，不排除下半年对现有各类结构性政策工具升级加码、乃至推出新的政策工具的可能，如推出房地产金融定向支持工具等。

在降息降准等总量政策工具选择方面，本次会议强调，“把握好内部均衡和外部均衡的平衡，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，加之近期央行领导指出，“考虑到通胀水平，可以看出实际利率水平是相当低的”，或意味着在美联储持续大幅加息前景下，下半年国内实施政策性降息会比较慎重，总量工具会以降准、加量续作MLF等为优先。

不过，在政策利率基本稳定的同时，接下来监管层将着力释放LPR改革红利，特别是重

点挖掘存款利率市场化调整机制潜力，降低银行资金成本，引导1年期和5年期LPR报价下调。这是推动信贷增速持续回升，带动楼市在三季度尽快回暖的重要发力点。整体上看，接下来在货币政策加大实施力度过程中，工具选择上还会呈现“数量型为主、价格型为辅、结构性政策打头阵”的特征。

我们预计，短期内伴随经济修复，各类短、中期市场利率有上行态势，但在货币政策保持稳增长取向，市场利率再现2020年下半年70至80个基点大幅上升的可能性很小。未来一段时间货币金融环境依然会保持稳定且处偏于宽松局面。

最后，二季度例会虽然继续表示，“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”，但相比一季度例会，删掉了“保持宏观杠杆率基本稳定”的表述。我们认为，这意味着在近期金融总量增速加快、宏观经济受疫情影响出现下行波动背景下，监管层会容忍宏观杠杆率阶段性较快上升，实际上也在释放现阶段货币政策朝稳增长方向加力的信号。

宏观杠杆率是企业、政府和家庭三个实体经济部门债务总额与名义GDP的比值。其中，债务总额变化与存量社会融资规模增速基本相当。从分子来看，我们估计，今年6月末存量社会融资规模同比增速约为10.7%（5月末为10.5%），会较上年末加快0.5个百分点。这意味着今年上半年实体经济部门债务总额增速也会略有加快。

从分母来看，名义GDP增速等于实际GDP增速加上GDP平减指数。受疫情波动等国内外超预期因素影响，我们估计今年二季度GDP实际增速约为1.2%，加上一季度GDP实际增速为4.8%，今年上半年GDP实际增速约2.9%。另外，当前GDP平减指数持续稳定在4.0%附近，这样今年上半年名义GDP增速约为6.9%。这一增速水平会较2021年末下降约6个百分点。

由此“一增一减”下，今年上半年宏观杠杆率会比2021年末上升7个百分点左右，达到279.5%，增速较过去5年年均4.8个百分点有所加快。就影响因素而言，在实体经济债务总额增速相对稳定的背景下，今年上半年、特别是二季度经济运行出现较大幅度的下行波动，是带动上半年宏观杠杆率较快上行的主要原因。从结构上看，受房地产市场下行、居民购房贷款增速明显下滑影响，上半年家庭部门宏观杠杆率上升幅度不大；今年专项债发行前置，加之银行对企业贷款增速加快，上半年政府和企业部门宏观杠杆率会有较快上行。

我们预计，三、四季度宏观经济将向潜在增长水平修复，季度GDP增速将分别达到5.0%和5.6%左右。受此影响，据我们测算，三季度末宏观杠杆率将环比回落0.5个百分点，到今

年年底，宏观杠杆率会进一步降至 277%左右，较二季度末的高点下行 2.5 个百分点左右。这意味着今年我国宏观杠杆率有望继续保持在合理可控区间。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。