

## 货币政策的“核心变量”？

事件：

6月29日，央行公告召开2022年二季度货币政策委员会例会。

点评：

■ 海内外经济研判依旧谨慎，政策“稳字当头”、尤其关注就业和物价

例会对海内外经济形势研判延续谨慎，关注海外经济发展放缓、通胀高位运行等，重申国内“三重压力”。与一季度例会、货币政策执行报告相比，二季度例会海外研判，新增对增长放缓担忧，延续对高通胀、疫情反复等外部挑战判断；国内方面，经济“三重压力”依然存在，疫情防控虽总体向好但任务依然艰巨。

货币政策基调“稳字当头”、尤其是稳就业和稳物价。例会强调，要按照“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”要求，抓好稳就业和稳物价，强化跨周期和逆周期调节，“稳”的态度愈加明确。与疫情反复等影响下，失业率持续居高不下、尤其年轻人就业压力进一步加大等有关，能源价格、国际粮价“高烧不退”，加大输入型通胀压力，叠加猪周期重启等，国内通胀环境或有一定压力。

■ 稳字当头下，总量与结构政策“双管齐下”，稳就业、稳地产等持续推进

“稳字当头”下，发挥总量与结构双重作用，稳定经济大盘、精准支持中小微企业稳定就业等。例会对政策定调、与一季度类似，强调“主动应对”、“为实体经济提供更有力的支持”，新增“保持物价水平基本稳定”，删除“保持宏观杠杆率稳定”等。结构政策方面，尤其强调加大普惠小微贷款支持稳定就业；此外，引导加大对科技创新、绿色发展等支持，增加制造业中长贷，稳定产业链供应链等。

地产方面，延续强调更好满足购房者合理住房需求，供给约束下、政策效果仍需跟踪。地产政策表态与一季度例会别无二致，强调“维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理需求等”。稳地产诉求上升下，个人首套房贷利率下限下调、5年LPR下降等陆续实施；高频数据显示，6月以来30大中城商品房成交面积持续回升。需求端虽有刺激，但供给约束下，地产销售和弹性仍需跟踪。

■ 新一轮稳增长“加力”下，经济二次“探底”已完成、修复程度仍需跟踪

操作层面，加快推进一揽子政策加快落地，稳经济、助力企业纾困。例会最后除强调“坚持以经济建设为中心”、“加强部门间政策协调”，新增“推动稳住经济一揽子政策尽快落地，发挥好稳住经济和助企纾困的政策效应”，与6月初国常会部署加快稳经济、兜民生等一揽子政策落地生效保持一致，稳增长持续加码。

重申观点：稳增长继续加“水”加“面”，全方位破局；破局关键，还在激励机制重建，打破“负向反馈”、形成“正向循环”。5月中旬以来，以5年LPR超预期下调为代表的新一轮“加力”已然开始；加“水”同时，扩投资、促消费等加“面”措施也在发力。国内二次“探底”已然完成，经济的不确定性下降；政策核心或在于激励机制重建，或决定了经济修复程度。（详情参见《长夜欲晓》）。

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 年二季度货币政策委员会例会对比表**

	2022Q1	2022Q2
<b>经济金融形势</b>	今年以来...经济发展和疫情防控保持全球领先地位。稳健的货币政策灵活适度,保持连续性、稳定性、可持续性,科学管理市场预期,努力服务实体经济,有效防控金融风险。贷款市场报价利率改革红利持续释放,货币政策传导效率增强,贷款利率稳中有降...	今年以来...有效实施宏观政策, <b>最大程度稳住经济社会发展基本盘</b> 。稳健的货币政策灵活适度,保持连续性、稳定性、可持续性,科学管理市场预期,努力服务实体经济,有效防控金融风险。贷款市场报价利率改革红利持续释放,货币政策传导效率增强,贷款利率稳中有降...
<b>政策基调</b>	会议指出,当前国外疫情持续,地缘政治冲突升级,外部环境更趋复杂严峻和不确定,国内疫情发生频次有所增多,经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力...要稳字当头、稳中求进,强化跨周期和逆周期调节...	会议指出,当前 <b>全球经济增长放缓、通胀高位运行,地缘政治冲突持续</b> ,外部环境更趋 <b>复杂严峻</b> ,国内疫情防控形势总体向好但 <b>任务仍然艰巨</b> ,经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。要按照“ <b>疫情要防住、经济要稳住、发展要安全</b> ”的明确要求,统筹抓好 <b>稳就业和稳物价</b> ,稳字当头、稳中求进,强化跨周期和逆周期调节...
<b>货币政策</b>	加大稳健的货币政策实施力度,增强 <b>前瞻性、精准性、自主性</b> ,发挥好货币政策工具的 <b>总量和结构双重功能</b> , <b>主动应对</b> ,提振信心,为实体经济提供更有力的支持,稳定宏观经济大盘。进一步疏通货币政策传导机制,保持流动性合理充裕,增强信贷总量增长的稳定性... <b>保持宏观杠杆率基本稳定</b> 。结构性货币政策工具要积极做好“加法”,精准发力...引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持...健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系...着力稳定银行负债成本,发挥贷款市场报价利率改革效能,推动降低企业综合融资成本。深化汇率市场化改革,增强人民币汇率弹性,引导企业和金融机构坚持“ <b>风险中性</b> ”理念,加强预期管理...	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,主动应对,提振信心,为实体经济提供更有力的支持,稳定宏观经济大盘。进一步疏通货币政策传导机制,保持流动性合理充裕,增强信贷总量增长的稳定性... <b>在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下,保持物价水平基本稳定</b> 。结构性货币政策工具要积极做好“加法”,精准发力...支持中小微企业 <b>稳定就业</b> ...引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持...着力稳定银行负债成本,发挥贷款市场报价利率改革效能和 <b>指导作用</b> ,推动降低企业综合融资成本。深化汇率市场化改革,增强人民币汇率弹性,引导企业和金融机构坚持“ <b>风险中性</b> ”理念,加强预期管理着力稳定银行负债成本...
<b>地产政策</b>	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...	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...
<b>其他</b>	坚持以经济建设为中心...实施好扩大内需战略,继续做好“六稳”“六保”工作...统筹金融支持实体经济与防风险,保持经济运行在合理区间,推动经济高质量发展,迎接党的二十大胜利召开。	坚持以经济建设为中心...实施好扩大内需战略,继续做好“六稳”“六保”工作... <b>推动稳住经济一揽子政策尽快落地,发挥好稳住经济和助企纾困的政策效应</b> ,统筹金融支持实体经济与防风险,保持经济运行在合理区间,推动经济高质量发展,迎接党的二十大胜利召开。

来源: 中国人民银行、国金证券研究所

**风险提示:**

- 1、CPI 通胀超预期。猪周期重启、油价高企,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、全球经济政治地缘冲突加剧。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	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	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