

# 在彼河侧：全球视角下我国货币政策的走向

## 摘要

- **全球货币政策节奏之于中国。**欧美经济增长放缓初现，但情况有所不同，美国二季度企业去库存拖累 GDP 增长，消费和出口仍有正向贡献，欧洲尽管二季度经济环比增长，但居民消费已放缓，随着新冠疫情后经济重启效应的消退，能源危机、高通胀和货币政策收紧等多重压力下经济衰退隐忧或加重。当下海外货币政策主要考虑因素除了通胀外，经济增速放缓更需要纳入考虑，基于此欧美未来货币政策主要有两个可能：第一个可能性基于欧美经济短中期不会陷入衰退的假设下，短期为了控制通胀，货币政策收缩幅度仍然较强，中期四季度考虑到经济增速放缓以及通胀的回落，加息幅度或逐渐放缓；第二个可能性基于欧美后续经济面对的压力更大，如果陷入衰退中，可能迫于经济下行压力，加息节奏放缓明显甚至出现提前停止加息的情况。从历史的角度看，美联储货币政策对于我国有一定的溢出效应，金融危机后主要的背离有两次，与 2022 年中美货币政策背离更有可比性的是 2014-2016 年间，海外货币政策主要通过资本流动及汇率两个方面对我国货币政策产生影响。
- **疫后货币政策方向重点之结构性政策。**从近年央行政策看，数量调控与价格调控都在发挥作用，相较于数量调控，价格调控的重要性逐渐升高，我国结构性货币政策的快速发展是在 2014 年之后，值得注意的是，疫情之后结构性政策的重要性逐渐凸显。首先，疫情对于某些领域，尤其是中小微企业以及服务行业等造成冲击较大，需要定向支持的政策引导资金流向需要扶持的领域；其次，我国与其他主要国家复苏进度及货币政策周期不同，我国采取较克制的方式，结构性货币政策在疫后的效果更直接；第三，今年财政提前发力，结构性政策相配合更加契合。下半年预计货币政策维持稳中偏松基调，主要发力点仍为结构性货币政策工具，继续支持财政扩大内需，长期随着疫情因素的逐渐减弱、经济恢复稳定，结构性货币政策工具将在更多重点产业发展中发挥作用。
- **我国货币政策变化的可能性及对资产的影响。**通胀方面，下半年受海外紧缩政策及需求增长放缓等影响全球通胀或整体回落，输入型通胀压力也将有所回落，通胀压力或整体仍处于可控区间，对国内货币政策影响相对有限；海外政策方面，当下我国受外部因素影响的程度小于 2014-2016 年间，但大于 2018 年的程度。若海外货币政策维持短期加息力度仍大，下半年加息力度循序渐进放缓的节奏，人民币或有继续小幅贬值的可能，且外汇储备规模可能较当前位置有所下降，若跌破 3 万亿美元对于国内货币政策掣肘作用加大，建议重点关注 9 月欧美的货币政策节奏。从之前经验看，金融危机后，我国货币政策受海外影响逐渐降低，相较于其他新兴市场国家，国内经济运行情况是决定货币政策的更重要因素。从资产表现看，中美货币政策背离期间，人民币汇率整体贬值，国债收益率有所下行，大宗商品价格出现下跌，股市表现分化，受政策支持领域及疫后恢复领域表现或较好。
- **风险提示：**海外疫情控制不及预期，国内复苏不及预期等

## 西南证券研究发展中心

分析师：叶凡  
执业证号：S1250520060001  
电话：010-57631106  
邮箱：yefan@swsc.com.cn  
联系人：王润梦  
电话：010-57631299  
邮箱：wangm@swsc.com.cn

## 相关研究

1. 三重因素下超预期增长，可否持续？——7 月贸易数据点评 (2022-08-08)
2. 国内经济回升需巩固，欧美衰退风险再升温 (2022-08-05)
3. PMI 转“冷”，复苏后劲如何看？——7 月 PMI 数据点评 (2022-08-01)
4. 国内多发“绿色”政策，海外鲍威尔报之以“鸽” (2022-07-29)
5. 稳中有进，所宜坚守——7.28 中央政治局会议解读 (2022-07-29)
6. 加快构建“双循环”，海外焦点在欧洲 (2022-07-22)
7. 结构性调整下，细说房地产对经济的影响 (2022-07-18)
8. 半程交卷，基建、消费有亮点——二季度经济数据点评 (2022-07-16)
9. 国内基建布局深化，海外加息浪潮蔓延 (2022-07-15)
10. 三个关键词主导：疫情、价格、政策——二季度贸易数据点评 (2022-07-14)

## 目 录

<b>1 全球的货币政策节奏之于中国</b> .....	<b>1</b>
1.1 欧美货币政策节奏预判.....	1
1.2 探寻海外货币政策对于我国的影响.....	3
<b>2 疫后货币政策方向重点之结构性政策</b> .....	<b>5</b>
<b>3 我国货币政策变化的可能性及对资产的影响</b> .....	<b>9</b>

2022 年上半年货币政策配合财政政策提前发力，流动性相对较充裕，面对三重压力，货币政策主动应对、充足发力、精准发力、靠前发力。目前，我国货币政策面临两大制约因素：下半年通胀或有所上行、海外货币政策紧缩加快。本文从全球视角出发，梳理海外货币政策历经阶段及对国内政策的影响，展望未来货币政策的主要发力点，并阐述其对于市场和投资的意义。

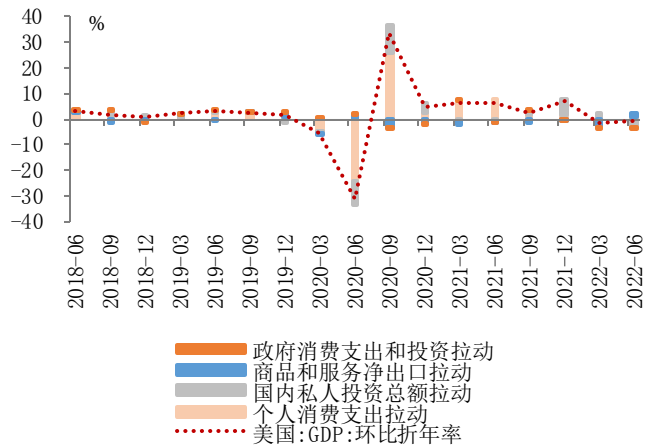
## 1 全球的货币政策节奏之于中国

2022 年 7 月，美国已在今年第四次加息，欧元区也开启加息进程，主要的发达市场（除日本）及大多主要新兴市场都在经历紧缩浪潮，但我国的货币政策仍“以我为主”，保持稳健基调。在本部分我们聚焦欧美未来政策节奏将如何演变？中国会受到海外政策变化怎样的影响？

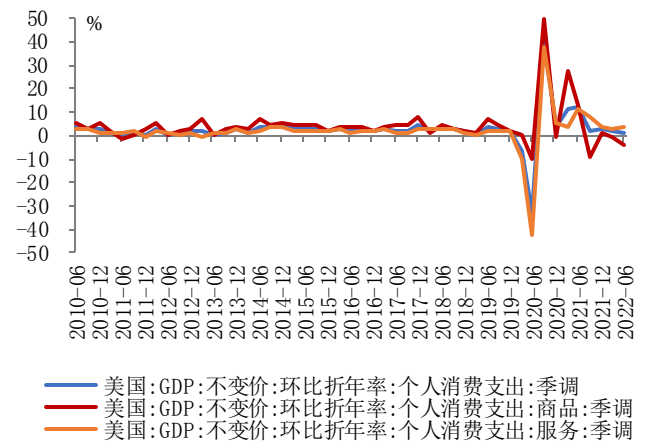
### 1.1 欧美货币政策节奏预判

欧美经济增长放缓初现，但情况有所不同，货币政策均在收紧。美国方面二季度企业去库存拖累 GDP 增长，国内消费和出口仍有正向贡献。美国二季度 GDP 环比折年率下滑 0.9%，继一季度下滑 1.6% 之后再次萎缩，大幅低于彭博一致预期 0.7%；二季度 GDP 同比增长 1.6%，也低于预期和前值，美国 GDP 环比增速已连续 2 个季度陷入负增长，已进入“技术性衰退”；从分项数据看，二季度经济的主要拖累项为私人投资，拖累 2.73 个百分点，其中私人库存投资对 GDP 环比拖累 2 个百分点；个人消费支出对二季度的拉动为 0.7 个百分点，较一季度下滑 0.54 个百分点；商品和服务净出口对 GDP 环比的拉动为 1.43 个百分点，较二季度明显回升 4.66 个百分点；政府消费支出和投资二季度拖累为 0.33 个百分点，较一季度缩窄 0.18 个百分点。个人消费支出、私人投资、商品和服务出口及政府消费支出和投资二季度环比折年率分别为 1%、-13.5%、18% 和 -1.9%。从分项数据可看出，美国内外需仍在复苏中，内需增长放缓，出口在国内生产端有所恢复、欧元区受俄乌冲突供应链拖累更多等因素的作用下恢复明显，但私人投资和政府消费支出和投资在本季都表现不佳。值得注意的是，个人消费支出中商品消费支出二季度环比减少 4.4%，继续在上月环比下滑 0.3% 降幅继续扩大，居民商品消费继续放缓。7 月 26 日，IMF 发布《世界经济展望报告》更新内容，将美国 2022 年和 2023 年经济增长预期调整为 2.3% 和 1.0%，分别比 4 月份的预测大幅下调 1.4 个和 1.3 个百分点。通胀方面，6 月份美国 CPI 飙升至 9.1%，涨幅创近 41 年新高。在通胀仍高的影响下，7 月美联储加息 75 个基点，将利率目标区间上调到 2.25% 至 2.5%，会后鲍威尔在新闻发布会上表示，货币政策方面，另一次超常规的大幅加息将取决于数据，未来在某个时间点放慢加息节奏可能会是适宜的。欧洲方面，尽管二季度经济环比增长，但居民消费已放缓，随着新冠疫情后经济重启效应的消退，能源危机、高通胀和货币政策收紧等多重压力下或经济衰退隐忧加重。在基数效应及需求拉动的作用下，二季度欧元区 GDP 环比增长 0.7%，欧盟 GDP 环比增长 0.6%；从分项数据看，与美国不同的是，欧元区居民消费下滑，库存表现较好，二季度欧元区居民消费、政府消费、固定资本形成总额、存货变化、货物和服务出口对 GDP 环比的拉动分别为 -0.11、0.1、0.31、0.45 和 0.4；分国家看，疫后放开伴随旅游消费回暖推动西班牙和意大利经济反弹，二季度两国 GDP 增速分别环比增长 1.1% 和 1%，但德国和法国二季度 GDP 环比增长 0% 和 0.5%。通胀方面，7 月欧元区通胀率按年率计算达 8.9%，超出市场预期，再创新高。当地时间 7 月 21 日，欧央行公布利率决议，将三大关键利率上调 50 基点，超过市场预期 25 个基点为欧洲央行 11 年以来首

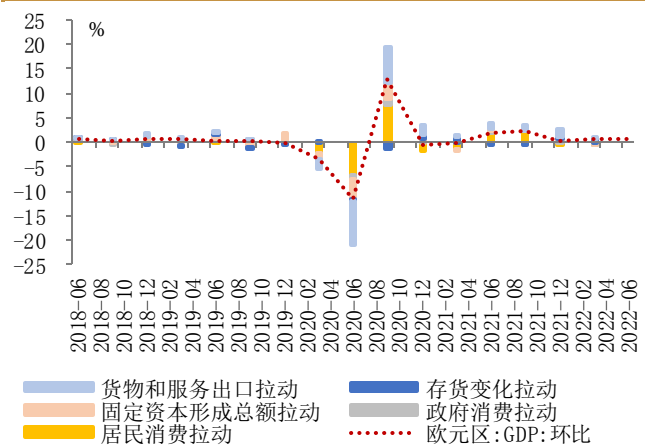
次加息。欧央行货币政策新闻发布会上，欧央行行长拉加德继续放鹰，能源价格短期内将保持高位，价格压力正在向各个行业扩散。

**图 1：不同分项对美国 GDP 的拉动**


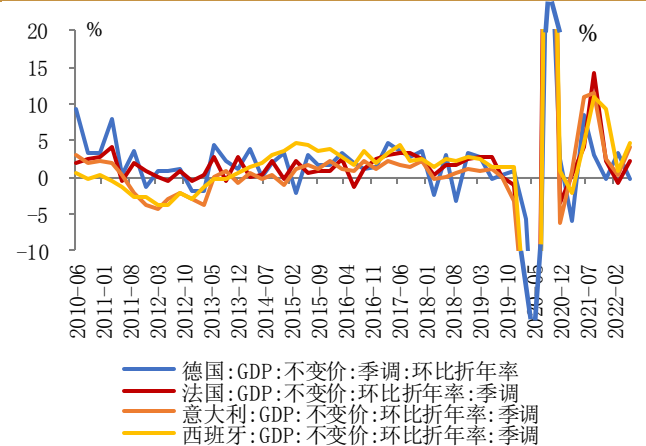
数据来源：wind、西南证券整理

**图 2：美国居民商品消费持续放缓**


数据来源：wind、西南证券整理

**图 3：不同分项对欧元区 GDP 的拉动**


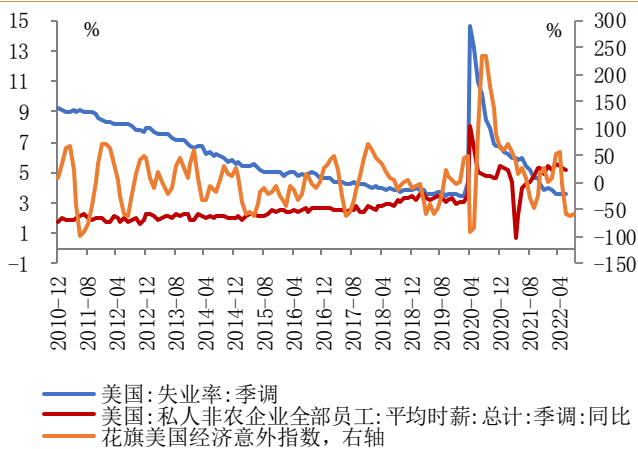
数据来源：wind、西南证券整理

**图 4：欧洲不同国家复苏有所分化**


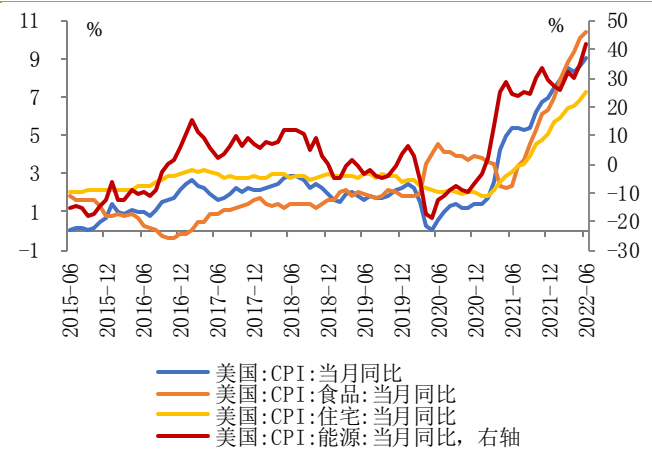
数据来源：wind、西南证券整理

当下海外货币政策主要考虑因素除了通胀外，经济增速放缓更需要纳入考虑，基于此欧美未来货币政策主要有两种可能性。第一种可能性，基于欧美经济虽然增长放缓，但短中期不会陷入衰退的假设下，在这种情况下，短期为了控制通胀，货币政策收缩幅度仍然较强，中期四季度考虑到经济增速放缓以及通胀的回落，加息幅度或逐渐放缓。从力度看，货币政策调整整体更加循序渐进。在第一种可能性下，政策对于经济和市场的作用更加平稳，对于通胀控制的考量放在更加重要的位置。第二种可能性，基于欧美后续经济面对的下行压力更大，或陷入衰退中，且通胀回落的趋势较符合政策制定者的预期，在这种情况下，加息节奏放缓明显甚至出现提前停止加息的情况。这种可能性对于市场的影响或更大，海外发达经济体对于保经济的考虑更加优先。根据以上对于欧美经济的分析，可以看出，美国当下居民需求仍处于环比正增长中，但受到财政补贴效应消退及通胀高企的影响，个人商品消费支出持续走低。从就业数据也可以看出相似趋势，至 2022 年 6 月，美国失业率已连续 4 个月为 3.6%，6 月非农就业人数新增 37.2 万人，增量较多为服务性就业，如专业和商业服务、休闲酒店业私人非农就业人员的平均时薪增长了 10 美分（0.3%）至 32.08 美元，其中除了制造业（耐

用品生产)、运输仓储业 6 月平均时薪环比下降外,其他主要行业的平均时薪环比均上涨;平均时薪同比增长 5.11%,虽然增速较前值回落 0.23 个百分点,但仍在高位。从美国的就业及个人消费支出数据看,制造业、商品消费相关的放缓已显露出,未来趋势或延续;服务业方面,美国 7 月 Markit 服务业 PMI 初值为 47%,创 26 个月新低,加息对其负面的影响将逐渐显现。通胀方面,后续随着俄乌冲突影响的减退及商品需求变化,再加上近期大宗商品价格的调整,拉动通胀攀升的最主要分项能源及食品价格或高位回落,住房价格虽然韧性较强,但加息引起的抵押贷款利率上升使得居民购房热情下降,未来美国房价也将逐渐回落。所以,综合看来,美联储在紧盯通胀数据的同时,经济的变化预计将更被纳入考虑中,这也是鲍威尔强调逐次根据数据调整政策的原因。

**图 5: 美国个人平均时薪同比增速回落**


数据来源: wind、西南证券整理

**图 6: 美国通胀及主要分项情况**


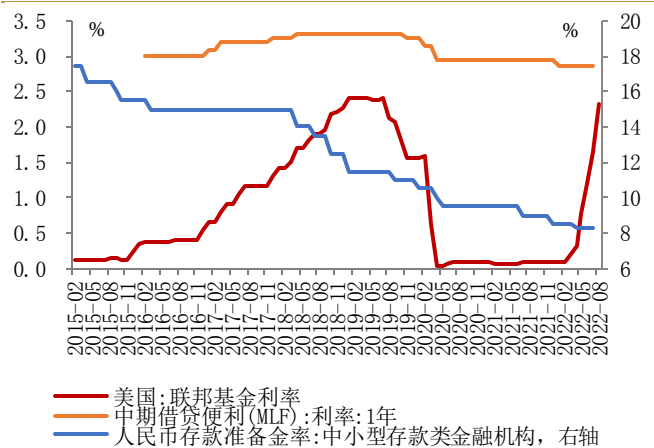
数据来源: wind、西南证券整理

## 1.2 探寻海外货币政策对于我国的影响

从历史的角度看,美联储货币政策对于我国有一定的溢出效应。受金融危机影响,美联储 2009 年至 2013 年间开启三轮量化宽松政策,共计购买资产规模超过 3 万亿美元,期间在货币政策宽松的带动下美股上涨,长期国债收益率下降,美元贬值出口增加,美联储资产负债表由 8000 亿美元上升到 4.48 万亿美元。随着经济的改善,出于货币政策正常化的考虑,美联储从 2014 年 1 月开始逐月削减资产购买规模(开启 Taper),10 月退出量化宽松,并于 2015 年 12 月开启加息,将联邦基金利率上调 25 个基点至 0.25%-0.5% 的区间,之后直到 2016 年 12 月,美联储再次加息 25 个基点至 0.5%-0.75% 区间,此后分别在 2017 年 3 月、6 月及 12 月,2018 年 3 月、6 月 9 月及 12 月共加息 7 次。我国货币政策在美联储开启缩表至第一轮加息之前与美联储政策形成背离。我国从 2014 年 11 月至 2015 年 10 月连续六次降息,2016 年 2 月下调 MLF 利率,2015 年 2 月至 2015 年 10 月四次降准。此阶段主要受制于国内经济稳内需的要求,我国仍维持宽松的货币政策,但美国退出量化宽松驱动美元走强、美债收益率上升,部分资金从新兴市场国家流向美国,并使得全球通货紧缩的压力增大。需要考虑的是,这个阶段一方面美国收紧的速度较为克制,另一方面央行于 2015 年 8 月 11 日宣布调整人民币对美元汇率中间价报价机制,人民币贬值周期开启时间不长。然而,2016 年人民币汇率贬值明显,较准备金工具,央行更多地借助公开市场操作、常备借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)以及抵押补充贷款(PSL)具,并推动货币政策向价格型调控为主转型,增强价格杠杆在资源配置中的作用;完善央行利率调控和传导机制

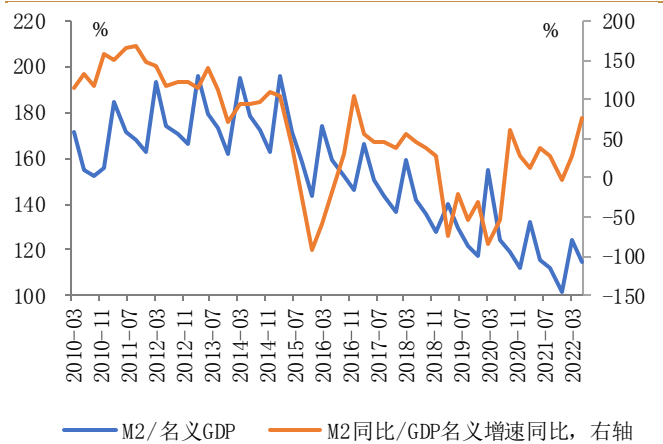
率上，增强对美元双边汇率弹性。在美联储于 2016 年第二次加息后，我国货币政策也逐渐向稳健适中或稳中偏紧转变，与之前相比背离程度明显降低。2016 年 8 月 24 日，央行时隔 6 个月重启 14 天逆回购；2016 年 9 月 13 日，央行重启 28 天逆回购；2017 年 1 月，央行对 22 家金融机构开展 MLF 操作共 2455 亿元，MLF 利率较上期上调 10 个基点，这是 MLF 利率首次被上调，从价格端释放出央行调控贷款增速及去杠杆的信号。2015 年中央经济工作会议提出“去杠杆”工作任务；2016 年 8 月，国务院出台去杠杆的纲领性文件《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》；2016 年 8 月，央行通过适度收紧流动性，拉长 OMO 期限，提高逆回购、MLF 等政策利率的方式开启去杠杆周期；2017 年监管部门相继出台了一系列金融严监管政策，缩小影子银行规模、整治互联网金融。2018 年，受新旧动能转换、国内金融严监管资金需求上升、中美贸易摩擦等影响，货币政策坚持稳健中性的基调不变，采取了一系列逆周期调节措施，央行通过四次降准和增量开展中期借贷便利（MLF）操作等措施提供中长期流动性 6 万亿元，货币政策导向由“中性偏紧”微调至“中性偏松”，此时中美货币政策出现再次明显背离。

图 7：中美货币政策在金融危机后疫情前主要有 2 次背离



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：我国 M2/GDP 比值大致呈下降趋势

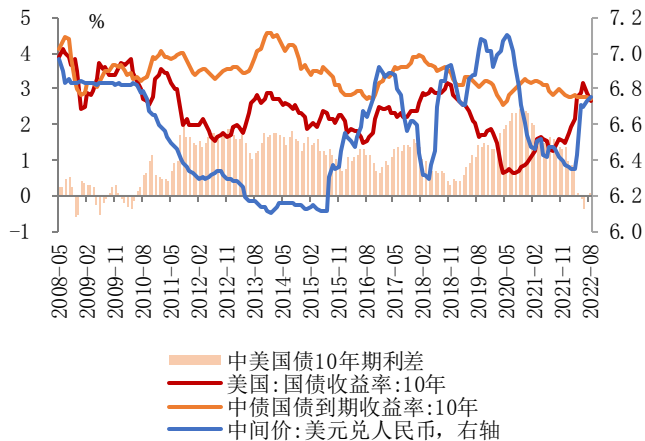


数据来源：wind、西南证券整理

从金融危机后的中美货币政策看，主要背离有两次，与 2022 年中美货币政策背离更有可比性的是 2014-2016 年间，海外货币政策主要通过资本流动及汇率两个角度对我国货币政策产生影响。从汇率和中美利差看，金融危机后中美利差宽幅波动，到 2011 年 9 月 22 日，中美 10 年期国债利差达到 235 个基点，到 2014 年美联储开启 Taper 之前，中美 10 年期国债利差基本在 100 至 200 个基点区间波动。在美国退出量化宽松开始，中美两国货币政策背离，中美利差下行明显，低点达到 45 个基点。中美利差一定程度上反映了市场对于本币升值或贬值的预期。从利率平价理论的角度，当利率与汇率变化之间达到某种均衡，利差和汇率基本保持在某个水平波动，但如果没有达到均衡，利差和汇率也会发生变化。2014-2016 年，中美货币政策背离，尤其是 2015 年美联储开启加息后，美债收益率升高，中美利差走低，资本也更多地流入美国，增加了人民币的贬值压力。从汇率和出口来看，人民币名义有效汇率指数的同比变化领先出口同比约一个季度左右，汇率波动较大也会对出口产生不利影响。除汇率之外，海外货币政策也可以通过资本流动的角度对我国货币政策产生影响。资本流动性对汇率变化的敏感性较高，一般来看，人民币汇率贬值带来明显的资本流出，伴随我国外汇储备规模有所下滑。2014 年 6 月至 2017 年 1 月，我国外汇储备持续下滑，从接近 4 万亿美元规模下滑至约 3 万亿美元，此外 2018 年 10 月也出现下滑，但下降幅度明显减小，这两个时期都分别对应两次中美货币政策背离。储备是链接本币政

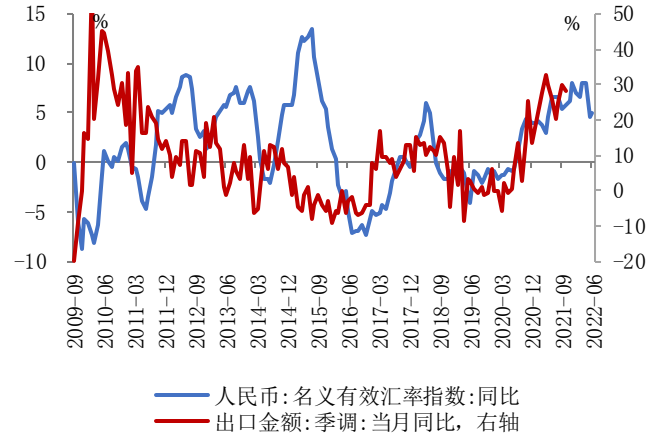
策和外币政策的纽带，当汇率波动较大，外汇市场供求失衡时，央行进行汇率政策干预，此时外汇储备、外汇占款也会随之变化，而这也影响基础货币的投放，从而对本币政策有所影响。

图 9：中美利差与汇率之间互相作用



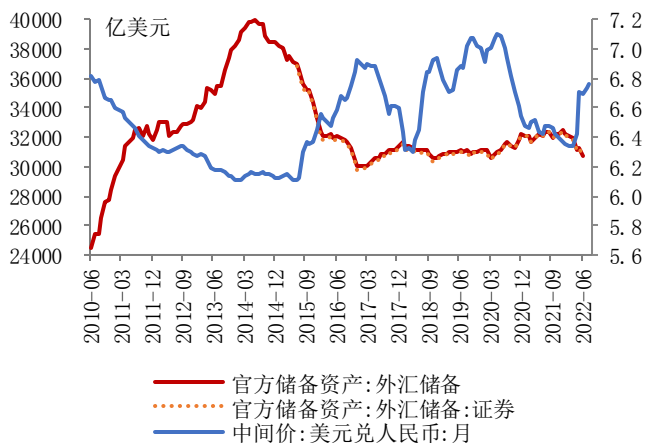
数据来源：wind、西南证券整理

图 10：出口与人民币汇率之间有同向变动关系



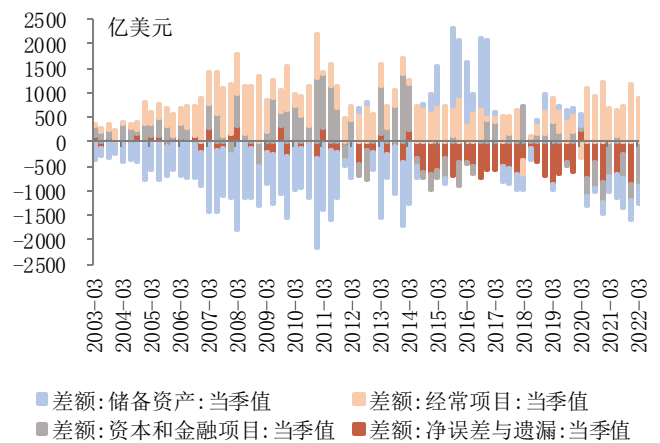
数据来源：wind、西南证券整理

图 11：外汇储备与美元兑人民币汇率呈反向关系



数据来源：wind、西南证券整理

图 12：国际收支平衡表中不同分项变化



数据来源：wind、西南证券整理

## 2 疫后货币政策方向重点之结构性政策

除数量调控与价格调控外，结构性货币政策以其灵活性和定向性也受到关注。央行在 2017 年二季度货币政策执行报告中指出，“综合运用价、量工具和宏观审慎政策加强预调微调，适应货币供应方式变化和金融创新发展；随着市场深化和金融创新，影响货币供给的因素更加复杂，M2 的可测性、可控性以及与经济的相关性亦在下降，对其变化可不必过度关注。”暗示了央行不再盯住基础货币情况，而对政策利率给予更多关注，货币政策正在逐步从以数量调控为主向以价格调控为主转变；2016 年和 2017 年，委托贷款和信托贷款增加较多，但 2018 年以来委托贷款和信托贷款都为负增长，表外融资增长的下降伴随着基建投资同比下滑，针对经济运行中出现的变化，2018 年以来货币政策进行了前瞻性的预调微调，央行四次降低法定存款准备金，释放资金合计 3.65 万亿元，同时通过提供流动性新

增 1.76 万亿元，对冲周期性的收缩效应，保持经济平稳运行；2019 年 8 月，央行决定改革完善市场报价利率（LPR）形成机制，深化利率市场化改革，提高利率传导效率，LPR 形成机制的改革完善，是货币调控手段从数量调控向价格调控转变过程中的重要一步，是贷款利率市场化改革的重要突破。相较于数量调控，价格调控的重要性逐渐升高，从近年央行政策看，数量调控与价格调控都在发挥作用。**但值得注意的是，疫情之后结构性政策的重要性逐渐凸显。**结构性货币政策是央行为了促进经济的快速有效协调发展，所采取的不同于统一货币政策的有差异化的货币政策，在调控过程中实现央行的结构引导意图。结构型货币政策主要有三大优势，首先可以在市场流动性紧张时充当危机救助，较总量工具而言更有针对性、灵活性，最典型的是美联储在金融危机后推出商业票据融资工具（CPFF）、定期贷款拍卖（TAF）和定期资产支持证券贷款工具（TALF），缓解市场流动性紧张情况，提升投资者信心；其次定向引导资金、引导信贷流向，海外例子如 2014 年 6 月欧央行宣布了一揽子宽松政策，包括引入定向长期再融资操作（TLTROs）等，引导银行资金流向非金融私人部门；再次结构性政策引入了激励相容机制，如 2012 年 7 月英格兰银行和英国财政部联合推出的融资换贷款计划（FLS），解决实体经济特别是家庭和中小企业部门的融资难题。

**疫情之后，结构性货币政策工具的重要性更加凸显。**我国结构性货币政策的快速发展是在 2014 年后。1984 年，央行设立了再贷款和再贴现两类结构性货币政策工具；1999 年，设立支农再贷款工具；2014 年创设支小再贷款、定向降准、抵押补充贷款（PSL）和中期借贷便利（MLF）；2015 年创设扶贫再贷款；2017 年开启普惠金融定向降准；2019 年创设定向中期借贷便利（TMLF）；2020 年开始，为应对疫情冲击，各种新型的结构性货币政策工具层出不穷，2020 年出台 1.8 万亿元支农支小再贷款和再贴现政策、推出两项直达实体经济的货币政策工具；2021 年推出碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，做好两项直达实体经济的货币政策工具接续转换工作；2022 年 4 月推出科技创新和普惠养老两项专项再贷款工具。5 月初，人民银行又增加支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度 1000 亿元。从政策频率上看，2020 年后，结构性货币政策使用更加频发，且金额较大。一方面，因为疫情对于某些领域，尤其是中小微企业以及服务行业等造成冲击较大，需要定向支持的政策引导资金流向需要扶持的领域；另一方面，我国与其他主要国家复苏进度及货币政策周期不同，货币政策在 2020 年后保持稳健灵活，在提供较充裕的流动性外，没有像主要发达国家一样无限放水，采取较克制的方式，考虑到自身情况，结构性货币政策在疫后的效果更直接；第三，今年财政提前发力，结构性政策相配合更加契合。

**表 1：2014 年以来，实行的结构性货币政策工具**

日期	工具	细则	效果
2022/4/29	普惠养老专项再贷款	开展普惠养老专项再贷款试点工作， <b>引导金融机构向普惠养老机构提供优惠贷款</b> ，降低养老机构融资成本。普惠养老专项再贷款试点额度为 400 亿元，利率为 1.75%，期限 1 年，可展期两次，按照金融机构发放符合要求的贷款本金等额提供资金支持。	支持金融机构向普惠养老服务机构提供优惠利率贷款，降低普惠养老服务机构的融资成本， <b>推动增加普惠养老服务供给，加快健全养老服务体系。</b>
2022/4/28	科技创新再贷款	设立科技创新再贷款，额度为 2000 亿元，利率 1.75%，期限 1 年，可展期两次。 <b>科技创新再贷款支持范围包括“高新技术企业”、“专精特新”中小企业、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业等科技企业。</b> 科技创新再贷款采取“先贷后借”的直达机制，按季度发放，按照支持范围内且期限 6 个月及以上科技企业贷款本金的 60%提供科技创新再贷款资金支持。	引导金融机构在自主决策、自担风险的前提下，向科技企业发放贷款， <b>撬动社会资金促进科技创新。</b>
2021/11/17	煤炭清洁高效利用专项再贷款	设立 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款， <b>专项支持煤炭安全高效绿色智能开采、煤炭清洁高效加工、煤电清洁高效利用、工业清洁燃烧和清洁供热、民用清洁采暖、煤炭资源综合利用和大力推进煤层气开发利</b>	在前期设立碳减排金融支持工具的基础上，再设立 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，形成政策规模， <b>推</b>



日期	工具	细则	效果
		用。全国性银行向支持范围内符合标准的项目自主发放优惠贷款，利率与同期限档次贷款的市场报价利率大致持平，人民银行可按贷款本金等额提供再贷款支持。（2022年5月4日再增加1000亿额度）	动绿色低碳发展。
2021/11/8	碳减排支持工具	碳减排支持工具向金融机构提供资金采取“先贷后借”的直达机制。金融机构在自主决策、自担风险的前提下， <b>向碳减排重点领域内的各类企业一视同仁提供碳减排贷款</b> ，贷款利率应与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平。金融机构向重点领域发放碳减排贷款后，可向人民银行申请资金支持。人民银行按贷款本金的60%向金融机构提供资金支持，利率为1.75%，期限1年，可展期2次。	碳减排支持工具是“做加法”， <b>用增量资金支持清洁能源等重点领域的投资和建设</b> ，从而增加能源总体供给能力，金融机构应按市场化、法治化原则提供融资支持， <b>助力国家能源安全保供和绿色低碳转型。</b>
2020/6/1	普惠小微企业信用贷款支持计划	人民银行通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订信用贷款支持计划合同的方式，使用4000亿元再贷款专用额度， <b>购买符合条件的地方法人银行2020年3月1日至12月31日期间新发放普惠小微信用贷款的40%</b> ，贷款期限不少于6个月。（2022年起被并入支农支小再贷款管理）	促进银行加大小微企业信用贷款投放， <b>支持更多小微企业获得免抵押担保的信用贷款支持。</b>
2020/6/1	普惠小微企业贷款延期支持工具	人民银行创设普惠小微企业贷款延期支持工具，提供400亿元再贷款资金， <b>通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订利率互换协议的方式</b> ，向地方法人银行提供激励，激励资金约为地方法人银行延期贷款本金的1%。（2022年起被转换为普惠小微贷款支持工具）	<b>缓解新冠疫情下中小微企业贷款的还本付息压力。</b>
2019/5/15	“三档两优”存款准备金率框架	<b>“三档”是指存款准备金率有3个基准档</b> ：第一档，对大型银行，实行高一些的存款准备金率，体现防范系统性风险和维持金融稳定的要求；第二档，对中型银行实行较第一档略低的存款准备金率；第三档，对服务县域的银行实行较低的存款准备金率。 <b>“两优”是指在3个基准档次的基础上还有两项优惠</b> ：一是大型银行和中型银行达到普惠金融定向降准政策考核标准的，可享受0.5个或1.5个百分点的存款准备金率优惠；二是服务县域的银行达到新增存款一定比例用于当地贷款考核标准的，可享受1个百分点存款准备金率优惠。	<b>“三档两优”存款准备金率制度框架兼顾了防范金融风险和服务实体经济、特别是服务小微企业，有利于优化结构。</b>
2019/2/20	央行票据互换（CBS）	采用数量招标方式，面向公开市场业务一级交易商进行公开招标。CBS操作费率采用市场化方式定价，参考当前银行间市场以利率债为担保的融资利率与无担保的融资利率之间的利差确定。中标一级交易商根据本机构中标金额， <b>将持有的部分银行永续债换出给央行，并从央行换入等面值1年期央行票据。</b>	提升银行永续债的市场流动性，支持银行发行永续债补充资本， <b>增强金融支持实体经济的能力。</b>
2018/12/19	定向中期借贷便利（TMLF）	支持实体经济力度大、符合宏观审慎要求的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，可向中国人民银行提出申请。 <b>定向中期借贷便利资金可使用三年，操作利率比中期借贷便利（MLF）利率优惠15个基点。</b>	<b>激励银行增加小微、民营企业贷款投放，改善小微、民营企业的融资环境。</b>
2018/10/22	民营企业债券融资支持工具	由人民银行依法向专业机构提供初始资金支持， <b>通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，为经营正常、流动性遇到暂时困难的民营企业发债提供增信支持</b> ；条件成熟时可引入商业银行、保险公司资金自愿参与，建立风险共担机制。	针对当前民营企业融资难， <b>运用市场化方式支持民营企业债券融资。</b>
2018/6/1	MLF担保品扩容	扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围，新纳入中期借贷便利担保品范围的有： <b>不低于AA级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券），优质的小微企业贷款和绿色贷款。</b>	有利于引导金融机构加大对小微企业、绿色经济等领域的支持力度， <b>缓解小微企业融资难、融资贵问题</b> ；有利于平等对待各类发债主体，促进信用债市场健康发展；一定程度上缓解部分金融机构高等级债券不足的问题。
2018/4/25	降准置换MLF	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行	降准置换MLF有利于优化流动性结构，

日期	工具	细则	效果
		行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点；同时，上述银行将各自按照“先借先还”的顺序，使用降准释放的资金偿还其所借央行的中期借贷便利（MLF）。	引导金融机构增加小微企业贷款投放，适当降低小微企业融资成本。
2014/9/-	中期借贷便利（MLF）	中期借贷便利是中央银行提供中期基础货币的货币政策工具，对象为符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行，可通过招标方式开展。中期借贷便利采取质押方式发放，金融机构提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品。	中期借贷便利利率发挥中期政策利率的作用，通过调节向金融机构中期融资的成本来对金融机构的资产负债表和市场预期产生影响，引导其向符合国家政策导向的实体经济部门提供低成本资金，促进降低社会融资成本。
2014/6/16	定向下调存款准备金率	对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率0.5个百分点。“三农”和小微企业贷款达到一定比例是指：上年新增涉农贷款占全部新增贷款比例超过50%，且上年末涉农贷款余额占全部贷款余额比例超过30%；或者，上年新增小微贷款占全部新增贷款比例超过50%，且上年末小微贷款余额占全部贷款余额比例超过30%。	鼓励商业银行等金融机构将资金更多地配置到实体经济中需要支持的领域，确保货币政策向实体经济的传导渠道更加顺畅。
2014/04	抵押补充贷款（PSL）	抵押补充贷款采取质押方式发放，合格抵押品包括高等级债券资产和优质信贷资产。	支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展，对金融机构提供的期限较长的大额融资。
2014/3/20	支小再贷款	在信贷政策支持再贷款类别下创设支小再贷款，专门用于支持金融机构扩大小微企业信贷投放，同时下达全国支小再贷款额度共500亿元。借用支小再贷款发放的小微企业贷款加权平均利率要低于金融机构运用其他资金发放的同期同档次小微企业贷款加权平均利率。	引导金融机构降低小微企业融资成本，保证人民银行降低小微企业融资成本的政策落到实处，切实促进解决小微企业“融资难、融资贵”问题。

资料来源：央行官网、西南证券整理

下半年预计货币政策维持稳中偏松基调，主要发力点仍为结构性货币政策工具，继续支持财政扩大内需。短、中期从疫情情况看，2022年3月和4月为国内新冠疫情爆发高峰，4月新增确诊人数达到6万人以上，在有效的防疫政策下，新增确诊人数于5、6月份回落，疫情形势暂时得到有效控制，但7月新增确诊人数较6月边际有所上升，同时本土确诊病例出现传播力更强的奥密克戎BA5变异株。短期疫情影响持续，部分行业尚未从疫情中完全恢复，薄弱领域仍需要定向支持，预计下半年货币政策发力重点仍在结构性货币政策。今年上半年央行推出三项新的结构性货币政策工具，一是科技创新再贷款，主要支持高新技术企业、专精特新中小企业、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业等科技企业；二是普惠养老专项再贷款试点，主要支持符合条件的普惠养老机构，推动增加普惠养老服务供给；三是交通物流专项再贷款，主要支持公路货物运输经营企业和货车司机等受疫情影响较大的企业和个人。政策导向明显，预计下半年将继续支持科技创新、养老及交通物流领域，此外，双碳领域及清洁能源领域的定向支持或也有所发力，第三与基建相关的领域或也将有定向政策支持。长期从主要经济体结构性货币政策的实践经验看，大多仅在危机时采取放水（低利率加大量化宽松规模）的基础上再辅之以结构性货币政策，并对结构性货币政策工具的操作期限进行较明确的限定，结构性货币政策更多的是非常规时期的选择，主要考虑到其一，在经济下行背景下，虽然鼓励银行放贷，结构性货币政策可能仍然难以解决银行不愿意放贷背后的深层矛盾；其二，结构性货币政策的资产购买行为可能对资产价格产生较大影响，削弱市场对资源的配置作用；其三，在于信息不对称滋生的道德风险难以规避；其四，结构性货币政策代替财政政策发挥了一部分结构调整效能，一方面，如果过度使用，结构性货币政策可能导致财政赤字的“货币化”或“隐性化”，另一方面，由于带有一定财政色彩，其最终目

标准难以量化或界定。但我国处于世界经济不确定性加大与经济向高质量发展迈进的双重背景下，探索结构性货币政策在宏观经济精准调控过程中的作用，促进新常态下的货币政策调控方式转变，将更好地推动经济结构调整和转型升级。长期随着疫情因素的逐渐减弱、经济复苏稳定，薄弱环节恢复，结构性货币政策工具将更多向重点支持领域倾斜，在更多重点产业发展中发挥作用。

### 3 我国货币政策变化的可能性及对资产的影响

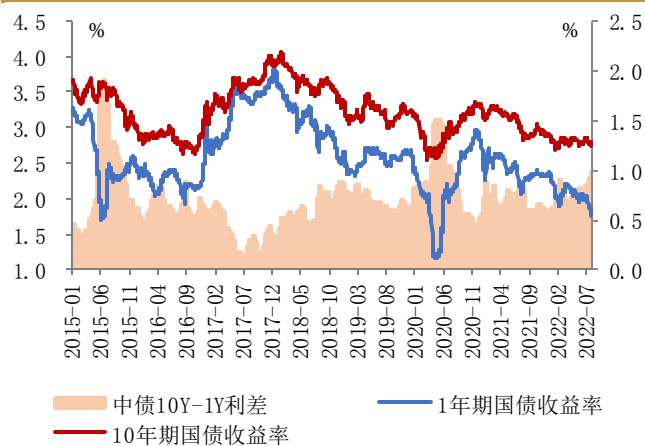
目前，我国经济仍在复苏中，下半年通胀或有所上行，海外货币政策对于国内或有所影响。上半年我国 GDP 同比增长 2.5%，经济总体呈现稳定恢复态势，其中二季度，GDP 同比增长 0.4%，较上一季度回落 4.4 个百分点，居民人均收入增长趋缓，消费支出下滑明显，失业率有所好转但仍待进一步修复。**国内通胀方面**，上半年，消费领域价格温和上涨，CPI 同比前低后高，上半年同比上涨 1.7%。目前猪肉产能去化继续体现，部分地区蔬菜供应进入夏淡季，再加上疫后消费需求恢复，食品价格将整体维持上行态势，疫情的好转及出行需求带动下也将拉动非食品价格继续回暖。上半年 PPI 同比上涨 7.7%，在基数作用下，PPI 涨幅将继续收敛，但国际能源市场供需仍紧张，叠加复工复产继续推进，PPI 同比增速或呈缓降态势。综合来看，下半年通胀压力或有所加强，但近期原油等上游商品价格有所回落，下半年受海外紧缩政策及需求增长放缓等影响全球通胀或整体回落，我国输入型通胀压力也将有所回落，所以通胀压力或整体仍处于可控区间，对国内货币政策影响相对有限。**海外政策方面**，继美联储 3、5、6 月分别加息 25、50 和 75 个基点后，7 月又继续加息 75 个基点，加息幅度在发达国家经济体中处于前位，除美联储外，欧央行也在 7 月开启加息，加息幅度超过原来预期的 25 个基点，实际加息 50 个基点，预计 9 月欧元区加息力度仍较大。2022 年上半年我国货币政策稳中偏松，中美国债利差有所收窄，人民币汇率趋于贬值。下半年尤其是三季度，整体发达市场收紧力度较大，此外主要新兴市场国家也加入紧缩行列，对我国货币政策或有一定间接影响。从外汇储备规模看，2022 年大致延续小幅回落态势，从 2022 年 1 月 3.22 万亿美元降至 6 月 3.07 万亿美元，略高于 2018 年 10 月外汇储备的阶段低点 3.05 万亿美元，也高于 2017 年 1 月的阶段低点 2.99 万亿美元；从人民币汇率看，2022 年 8 月 3 日，美元兑人民币中间价为 6.7813，较 3 月 1 日 6.3014 明显贬值，贬值幅度为 7.61%，贬值幅度小于 2014-2016 年中美货币政策背离期间，但大于 2018 年人民币对美元汇率中间价贬值 4.8% 的幅度。当下我国受外部因素影响的程度小于 2014-2016 年间，但或大于 2018 年的程度。若海外货币政策维持短期加息力度仍大，下半年加息力度循序渐进放缓的节奏，也就是上文提到的可能性一，人民币或有继续小幅贬值的可能，且外汇储备规模可能较当前位置有所下降，若跌破 3 万亿美元对于国内货币政策掣肘作用加大，建议重点关注 9 月欧美的货币政策节奏；但若下半年发达经济体经济放缓较大，政策节奏出现可能性二的情况，对国内的压力则更小。

从之前经验看，金融危机后，我国货币政策受海外影响逐渐降低，相较其他新兴市场国家，国内经济运行情况是决定货币政策的更重要因素。受疫情影响，主要发达经济体大量放水并使得资本外流至新兴市场国家，部分新兴市场国家通胀高企，同时考虑到发达国家可能会采取的加息策略，部分新兴市场国家在发达市场之前更早地启动紧缩政策，2021 年下半年，巴西、乌拉圭、秘鲁、墨西哥、哥伦比亚、俄罗斯、南非等国家央行采取加息的紧缩货币政策。我国输入型通胀压力较低，再加上产业链、供应链较完整受外部压力的作用较为可控，货币政策较其他新兴市场国家更加主动。从之前中美货币政策背离的经验看，背离期间，我国政策以考虑国内稳增长压力为主。从当下的政策定调看，未来我国的货币政策仍将主要聚焦国内经济恢复情况。2022 年 6 月 24 日，央行货币政策委员会举行二季度例会会议强调

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，结构性货币政策工具要积极做好“加法”，精准发力，深化金融供给侧结构性改革；会议认为依然要进一步促进稳就业、稳物价政策落地实施，要继续完善市场利率传导机制，加强金融防范风险能力；7月28日的中共中央政治局会议指出“货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”。下半年，虽然海外政策对国内有部分影响，但货币政策仍将以稳增长的诉求为主考虑，整体基调变化的可能性较小。

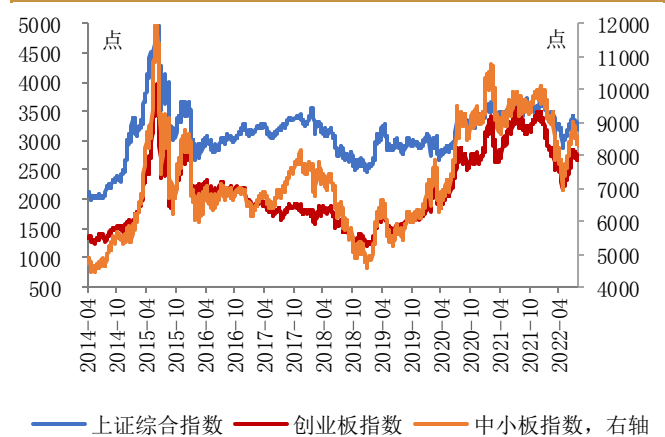
从资产表现看，中美货币政策背离期间，人民币汇率整体贬值，国债收益率有所下行，大宗商品价格出现下跌，股市表现分化。从2014-2016年及2018年经验看，美国实行加息等紧缩的货币政策，我国的货币政策稳中偏松，直接的结果使得在这两个时期，人民币汇率均有所贬值，我国债券收益率有所回落；股市方面，在2014-2016年间，A股波动剧烈，2016年上证综指、创业板及中小盘指数的绝对水平高于2014年初；2018年国内股市整体呈下跌趋势，主要受到中美贸易摩擦的影响，虽然国内货币政策稳中偏松，但未能抵消中美贸易和国内经济下行的负面影响。货币政策分化影响最直接的为汇率，其次是债市，股市相对受影响较间接，也更温和。今年资产表现大致与2014-2016年的趋势有相似特点，国债收益率整体下行，人民币汇率也呈现贬值趋势，股市在国内稳增长政策加持及疫情边际变化等众多因素作用下呈现波动，受政策支持及疫后恢复领域表现或较好。

图 13：2014 年至今，债市变化受货币政策分化影响较明显



数据来源：wind、西南证券整理

图 14：2014 年至今，国内股市变化受货币政策分化影响温和



数据来源：wind、西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn