

加大政策实施力度，警惕结构性通胀压力

风险评级：低风险

——央行第二季度货币政策执行报告点评

2022年8月11日

费小平（SAC 执业证书编号：S0340518010002）

电话：0769-22111089 邮箱：fxp@dgzq.com.cn

研究助理：刘爱诗（SAC 执业证书编号：S0340121010021）

电话：0769-22118627 邮箱：liuaishi@dgzq.com.cn

事件：

2022年8月10日中国人民银行发布2022年第二季度货币政策执行报告。

点评：

■ 经济强劲韧性，央行表述更加乐观

在国内经济表现方面来看，《报告》认为“我国经济长期向好的基本面没有改变，经济保持较强韧性，宏观政策调节工具丰富，推动经济高质量发展具备诸多有利条件，要保持战略定力，坚定做好自己的事”，与一季度“我国发展有诸多战略性有利条件，经济体量大、回旋余地广，具有强大韧性和超大规模市场，长期向好的基本面没有改变”的表述基本一致，并且更加乐观。

此外，在评估经济形势上，《报告》表示“当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋严峻复杂，国内经济恢复基础尚需稳固，结构性通胀压力可能加大”，与一季度的“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”相比，更加强调了“复杂”的具体表述，表示当前全球经济恢复进入后期，既要正视困难，又要坚定信心，我国经济长期向好的基本面没有变，构建新发展格局的有利条件没有变，应集中精力办好自己的事，努力实现高质量发展。

■ 货币政策灵活精准，更加重视总量稳、结构优

在货币政策操作方面，《报告》表示，由于货币市场资金供给充足，二季度以来公开市场逆回购操作的需求总体有所减少，人民银行结合市场需求情况灵活调整公开市场操作规模，进一步提高操作灵活性和精准性。从数据来看，二季度银行间市场存款类机构7天期回购加权平均利率（DR007）均值为1.72%，比一季度和去年同期分别低37和44个基点。此外，央行积极发挥结构性货币政策工具作用，运用支农支小再贷款、再贴现等工具，引导金融机构加大对国民经济重点领域、薄弱环节和区域协调发展的支持力度，继续实施普惠小微贷款支持工具，持续支持小微企业发展，并且实施碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，支持经济向绿色低碳转型。

专栏3介绍了近年中国信贷结构的演变和趋势。从信贷需求角度出发，经济结构的优化、高质量发展的需要是促进信贷结构优化的主导力量，因此，近年来，制造业贷款比重触底回升、普惠小微贷款发力，以及基建投资和房地产等资金密集型领域信贷需求趋势性转弱。从信贷供给的角度看，人民银行不断完善结构性货币政策工具体系适配经济高质量发展需要，积极发挥信贷政策的结构引导作用。增加支农支小再贷款、再贴现额度，接续创设普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款等一系列结构性货币政策工具。

最后，《报告》表示，信贷增长将与我国经济从高速增长转向高质量发展进程相适应，更加重视总量稳、结构优。

■ 金融政策成效显著，警惕结构性通胀压力

报告的专栏1介绍了今年出台的部分金融政策，并用大量数据说明了政策对经济的成效。具体来看，央行通过综合运用降准、中期借贷便利、再贷款、再贴现和公开市场操作加大流动性投放力度，保持流动性合理充裕。同时，央行加快上缴央行结存利润，加大对实体经济的信贷支持力度，截至7月底已上缴1万亿元，相当于全面降准近0.5个百分点的政策力度。此外，央行加大普惠小微贷款支持工具实施力度、推动碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款落地，以及引导金融机构加大对科技创新企业、普惠养老机构和交通物流行业的支持力度，从而发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用。

此外，《报告》对全球通胀高涨的相关表述较多，专栏4重点分析了当前通胀水平对后续政策的影响。近期全球通胀水平持续高位运行，使宏观政策陷入稳增长与抗通胀的两难局面。有了发达经济体央行前期对通胀形势的误判、以及政策调整落后于市场曲线的前车之鉴，中国央行对通胀问题更加重视。考虑到在全球出现罕见高通脹的背景下，我国通胀走势总体温和平稳，央行预计今年物价涨幅仍将运行在合理区间，有望实现全年CPI平均涨幅在3%左右的预期目标。不过，短期内我国结构性通胀压力可能加大，在多重因素交织下物价涨幅可能阶段性反弹。从国内情况来看，疫情受控后未来消费复苏回暖，可能加快PPI向CPI的传导；新一轮“猪周期”的开启将拉动CPI上涨；对石油、天然气等能源品的较高进口依赖度，使输入性通胀压力依然存在。最后，央行强调，货币政策将坚持稳健取向，坚持不搞“大水漫灌”、不超发货币，兼顾把握好稳增长、稳就业、稳物价的平衡。

■ 发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加大政策实施力度

总体来说，今年以来货币政策主动应对，靠前发力，增强前瞻性、精准性、自主性，金融服务实体经济质效不断提升。当前市场利率明显低于政策利率，表现出两者的背离，后续政策利率或将向市场利率靠拢，因此，LPR仍有下调的概率。在面对海外经济增长的不确定性，以及主要发达国家收紧货币政策的潜在风险时，我国货币政策将根据国内经济形势和物价走势把握好政策力度和节奏，积极稳妥应对发达经济体货币政策调整。关于下阶段的货币政策思路，《报告》指出，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，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有力的支持。

在产业方面，央行积极运用支农、支小再贷款、再贴现等工具，引导金融机构加大对国民经济重点领域、薄弱环节和区域协调发展的支持力度。在房地产政策方面，报告指出“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，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，促进房地产市场健康发展和良性循环”继续释放三稳积极信号，与7月末召开的政治局会议一致。往后看，央行将进一步发挥总量和结构双重功能，引导金融机构加大对中小微企业等重点领域和薄弱环节的支持力度，关注后续相关举措落地。

近两个季度的货币政策执行报告要点

要点	二季度货币政策报告	一季度货币政策报告
经济形势判断	当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋严峻复杂，国内经济恢复基础尚需稳固，结构性通胀压力可能加大。但总的来看，我国经济 长期向好的基本面没有改变 ，经济保持较强韧性，宏观政策调节工具丰富，推动经济高质量发展具备诸多有利条件，要保持战略定力，坚定做好自己的事。	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。同时也要看到，我国发展有诸多战略性有利条件，经济体量大、回旋余地广，具有 强大韧性和超大规模市场 ，长期向好的基本面没有改变。
货币政策	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，搞好跨周期调节， 兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡 ，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有 力、更高质量的支持 。	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 。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。
利率市场化	继续深化利率市场化改革，持续释放贷款市场报价利率（LPR）改革红利，优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低。持续推进 LPR 改革，发挥 LPR 的 指导性作用 。建立存款利率市场化调整机制，推动存款利率进一步市场化。积极推动 境内 LIBOR 转换工作 。	持续释放贷款市场报价利率（LPR）改革红利，优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低。持续推进 LPR 改革，发挥 LPR 的指导性作用 ，带动企业贷款利率稳中有降，企业融资成本明显下降。加强 存款利率监管 ，规范协议存款等存款产品的利率定价行为。
存款管理	下调金融机构人民币存款准备金率，支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降。优化金融机构资金结构，增加金融机构长期稳定资金来源，增强资金配置能力。引导金融机构积极运用降准资金支持 受疫情严重影响行业和中小微企业 。	下调金融机构人民币存款准备金率，支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降。下调金融机构外汇存款准备金率，提升金融机构外汇资金运用能力。
宏观审慎政策	发挥好宏观审慎评估（MPA）在优化信贷结构和促进金融供给侧结构性改革中的作用。完善 系统重要性金融机构监管框架 。	发挥好宏观审慎评估（MPA）在 优化信贷结构和促进金融供给侧结构性改革 中的作用。稳妥有序开展金融控股公司准入管理。发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》。
社融与汇率	推动建立金融服务 小微企业 长效机制；持续加大对 乡村振兴 领域的金融支持。继续推进汇率市场化改革，参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，注重预期引导，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的作用。	货币信贷总量合理增长，有力支持实体经济。2022 年以来，跨境资本流动和外汇供求基本平衡，市场预期总体平稳。市场在人民币汇率形成中起决定性作用，人民币汇率双向波动，弹性增强，发挥了宏观经济和国际收支自动稳定器的功能。

全球经济关注问题	高通胀已成为当前全球经济发展的最主要挑战。主要发达经济体增长动能放缓，货币政策面临两难。新兴经济体和发展中国家面临 通胀攀升、经济放缓、债务积压、货币贬值以及食品和能源危机的“完美风暴”风险。	地缘局势紧张影响全球经济复苏。主要发达经济体货币政策加速收紧的影响正在显现。全球复苏分化依然较大，发展中国家面临挑战。
----------	--	---

■ 风险提示

国内疫情反复阻碍经济发展，进一步加大经济下行压力；俄乌冲突持续，带动大宗商品价格高位运行，加重企业的成本压力，工业制造利润被不断压缩；美联储加快加息缩表进程，收紧国内市场资金面。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数15%以上
谨慎推荐	预计未来6个月内，股价表现强于市场指数5%-15%之间
中性	预计未来6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来6个月内，行业指数表现强于市场指数10%以上
谨慎推荐	预计未来6个月内，行业指数表现强于市场指数5%-10%之间
中性	预计未来6个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来6个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上

风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深300指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路1号金源中心24楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn