

# 总量进一步宽松力度或将有限 ——Q2 央行货币政策报告点评

报告日期: 2022-08-11

## 主要观点:

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

## 相关报告

- 1.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_稳信贷表述更加积极——央行 21Q4 货币政策报告解读》2022-02-13
- 2.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_5.5%的底气在哪里?——2022 政府工作报告解读》2022-03-05
- 3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_百年变局之下,坚定看多中国——4 月政治局会议点评》2022-04-29
- 4.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_一季度央行货币政策报告的 8 大关注点》2022-05-10
- 5.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_如何理解“最好结果”?——7 月政治局会议点评》2022-07-29

● **事件:** 2022 年 8 月 10 日央行发布《2022 年第二季度中国货币政策执行报告》(后文简称《报告》)。

**从现代货币政策框架的角度来看:** 1) 央行的最终目标是“坚持币值稳定”,《中国人民银行法》指出“人民银行以‘保持货币币值稳定,并以此促进经济增长’为目标”,指向对内物价稳定,对外汇率稳定,同时考虑经济、就业等问题。2) 央行货币政策中介目标是“保持广义货币供应量(M2)和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”,与市场分析结合,可归为信用端。3) 央行操作目标为“完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利(MLF)利率为中期政策利率的央行政策利率体系”,可归为货币端。因此,本文对《央行货币政策执行报告》的解读从央行货币政策的最终目标、中介目标、操作目标入手,就经济、物价、汇率、信贷、货币、其他等几个方面进行阐述。

● **1.经济:** 央行担忧部分经济体“硬着陆”、货币政策两难、高通胀、新兴市场等风险;认为国内稳经济还需付出艰苦努力。

**1) 全球经济:** 央行担忧部分经济体“硬着陆”、货币政策两难、高通胀、新兴经济体等风险。《报告》中央行对全球经济前景的复杂性更加担忧,从几处细节可以得到体现:一是担忧部分经济体“硬着陆”风险,并指出主要发达经济体增长动能放缓,货币政策面临两难(例如欧洲);二是对高通胀担忧加大,把通胀摆在“值得关注的问题和趋势”的首要位置,指出“高通胀已成为当前全球经济发展的最主要挑战”,短期、长期问题并存,“本轮全球通胀走高的粘性和持续时间可能比以往更加严峻”;三是担忧新兴经济体和发展中国家前景,认为“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”,例如世界银行预计未来 10 年新兴经济体和发展中国家潜在经济增速将较疫情前低 0.6 个百分点,联合国称二战后最大的粮食危机可能到来等等。

**2) 中国经济:** 顶住压力实现正增长,但恢复基础尚需稳固,稳经济还需付出艰苦努力。央行认为“二季度我国经济顶住压力实现正增长”,但国内经济恢复基础尚需稳固。一方面海外“低通胀、低利率、低增长、高债务”局面转变,发达国家收紧货币政策加大对新兴市场的溢出影响,并造成部分经济体“硬着陆”风险。另一方面,国内消费受挑战、投资存堵点、服务业恢复不牢固、青年人就业压力大等意味着“稳经济还需付出艰苦努力”。

● **2.物价:** 央行对通胀关注度显著提升,认为结构性通胀压力加大,输入性通胀压力仍存,CPI 部分月份可能破 3%,因此不“大水漫灌”、不超发货币。我们认为三季度 CPI 同比将破 3%,高点可能为 9 月的 3.5%左右。

央行对物价关注度显著提升,认为“全年物价水平将保持总体稳定,但要警惕结构性通胀压力”。央行在专栏 4《全年物价仍可实现预期目标但应警惕结构性通胀压力》以及第五部分货币政策趋势中有类似表述,我们总结要点如下:第一,发达经济体通胀高企与其央行前期对通胀形势有所误判、政策调整落后等相关,给我国宏观调控带来启示和借鉴,

保持币值稳定是央行首要职责，应对物价边际变化应高度关注；第二，央行认为“全年CPI平均涨幅在3%左右的预期目标有望实现，PPI涨幅年内大体延续下行态势”，但国内结构性通胀压力可能加大（消费复苏、PPI向CPI滞后传导、猪周期开启等）、输入性通胀压力仍存（能源和原材料进口依赖度高）；第三，央行对于通胀的态度是“下半年CPI一些月份涨幅可能阶段性突破3%，对此要密切关注，加强监测研判，警惕通胀反弹压力”，Q1表述为“未来CPI运行中枢可能较上年温和抬升，仍继续在合理区间运行”，显然本次央行对物价上涨压力更为关注和警惕；第四，央行提出“下一阶段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”。

根据我们的最新预测：CPI：假设8月猪价小幅上行，预计8月CPI同比为2.9%（如果猪价上行加大则最早8月CPI会破3%），9月升至3.5%左右，10-11月在2.5-3%波动，12月再升至3%以上。PPI：预计PPI同比将持续下行，8月回落至4%以下，四季度加速回落至0%左右，全年同比预测下调至4.6%左右。

将第一点和第二点结合看，本次报告与以往最大的区别在于，央行不仅担忧短期通胀、也担忧通胀持续性；不仅担忧国内结构性和输入性通胀风险，也担心全球高通胀，从时间和空间维度对通胀进行了全面阐述。

- **3.汇率：延续“保持汇率基本稳定”，强调“以我为主兼顾内外平衡”，“加强跨境资金流动宏观审慎管理”应坚持底线思维；我们认为人民币总体仍有贬值压力，但后续贬值幅度降低或接近双向浮动。**

央行对汇率部分的表述大体延续此前，但有几处细节仍值得注意。一方面，央行延续指出“增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”；但另一方面，央行新增“以我为主兼顾内外平衡”、“坚持底线思维，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范”，这也是呼应了上文央行所担忧的发达经济体加快收紧货币政策通过外贸外资、汇率波动、金融市场等渠道给新兴经济体带来的溢出影响。

二季度美元指数累计升值6.4%，期间人民币兑美元累计贬值5.7%，与中美利差急速缩窄甚至持续倒挂、国内疫情反复、出口下滑等因素有关。三季度以来，人民币兑美元汇率总体保持稳定。往后看，预计人民币汇率总体仍有贬值压力，但贬值幅度降低或接近双向浮动。一方面，随着我国疫情好转，经济修复，中美利差、中美增速差将回升，给人民币带来支撑；但另一方面，我国出口面临下行压力，中美关系、台海进展等仍存不确定性，可能对汇率造成扰动。

- **4.货币政策、信贷社融：货币政策新增兼顾长短期、经济&物价、内外均衡，我们认为短期总量政策宽松（降准降息）概率进一步下降，结构性政策担任主力，对后续宽信用幅度难以过于乐观。**

货币政策方面关注几个重点变化和细节：

1) 总量层面，在延续此前“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”等基础上，新增“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”，即政策更加折中和均衡；延续“坚持不搞‘大水漫灌’”，并补充新增“不超发货币”。同时央行指出“2022年二季度以来，7天逆回购和MLF中标利率保持不变，这有助于在全球主要央行加息背景下平衡好内、外部均衡”，对后续总量层面的宽松力度应有限。

2) 央行指出“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，此前为“同名经济增速基本匹配”。我们认为，一方面7月底政治局会议对全年经济目标有所弱化，因此今年的名义GDP与M2、社融增速缺口可能加大；另一方面，“合理增长”本身可能也是一种对M2、社融潜在目标的弱化，对后续宽信用幅度难以过于乐观。

3) 延续了Q1报告的两个“密切关注”，“密切关注国内外通胀形势变化，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定”，“密切关注主要发

达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主兼顾内外平衡”，对物价和海外货币政策密切关注。

4) 结构层面，此前强调“继续发挥好结构性货币政策工具的牵引带动作用”，本次改为“结构性货币政策工具‘聚焦重点、合理适度、有进有退’，突出金融支持重点领域和薄弱环节”，由此看，结构性政策将继续加大对小微、双碳、科技、养老、交运等方面的支持，但表述上更重“合理适度”和“精准滴灌”。

总体看，维持我们在报告《如何理解“最好结果”？——7月政治局会议点评》中的观点，即货币维持稳健，但总量层面的降准降息（MLF）难，更可能利用结构性工具发力，特别是用好政策性开发工具（8000亿政策性信贷和3000亿政策性金融工具）支持基础设施建设。《报告》指出“发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业综合融资成本”，指向LPR或仍有调降可能。此外，宽信用可持续性与经济修复结构、增量财政政策等因素相关。乐观情况下，假设三季度末四季度有约1.5万亿美元的增量专项债额度下达，测算社融存量增速6-7月达到高点10.9%左右，然后在10.5%-10.7%之间震荡，11月再小幅走高。悲观情景下，下半年专项债无增量资金，测算社融存量增速6-7月达到高点的10.9%左右之后，逐步回落至年底的10.1%左右。

就信贷投向方面，央行在专栏3《近年来信贷结构的演变和趋势》中给予明确说明，即“展望未来，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”，信贷增速在新旧动能换挡中可能回落，但M2和社融增速同名义GDP仍将保持基本匹配。中长期看，坚持“破立并举、慢破快立”，引导信贷投向绿色、老旧小区改造、高技术制造业、科技创新等领域。

- 5. 流动性和资金面：央行延续指出“保持流动性合理充裕”，并删除“引导市场利率围绕政策利率波动”，我们认为后续资金利率将自然、缓慢向政策利率靠拢。

虽然7月以来央行“地量”投放逆回购，旨在边际上引导市场利率向政策利率靠拢，但资金利率仍维持低位，7月以来DR007均值为1.5%。流动性方面，央行延续指出“保持流动性合理充裕”和“优化央行政策利率体系”，但删除了Q1报告的“引导市场利率围绕政策利率波动”表述，我们认为央行总体维持稳健，短期不急于将市场利率快速引导至政策利率。央行在《报告》中对7月以来的“地量”操作也进行了回应，即“7月份以来，一级交易商的投标量继续减少，人民银行相应进一步降低逆回购操作量，操作量根据流动性供需变化灵活调整是正常现象”。往后看，随着留抵退税、央行上缴利润结束、MLF到期量增大，增量财政政策出台，资金面可能存在一定压力，市场利率随着经济修复而自然、缓慢向政策利率靠拢，但总体将保持流动性合理充裕。

- 6. 其他关注点：房地产方面，延续“房住不炒”，供需端政策可能进一步松动；金融风险方面，基本延续Q1报告，新增“深化存款保险早期纠正和风险处置职能”。

1) 房地产：基本延续Q1报告和7.28政治局会议表述，即延续Q1报告的“房住不炒”，“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”，“支持刚性和改善性住房需求”等，新增“因城施策用足用好政策工具箱”（与7.28政治局会议一致）。再结合我们对7.28政治局会议的解读，总体看，目前更注重“稳定房地产市场”，“用足用好政策工具箱”指向供需端政策可能进一步松动；近期地产纾困政策亦有实质性进展，例如郑州成立纾困基金、中国华融纾困阳光城母公司等。总体看，预计下半年地产销售、投资将温和回升，但超预期较难。

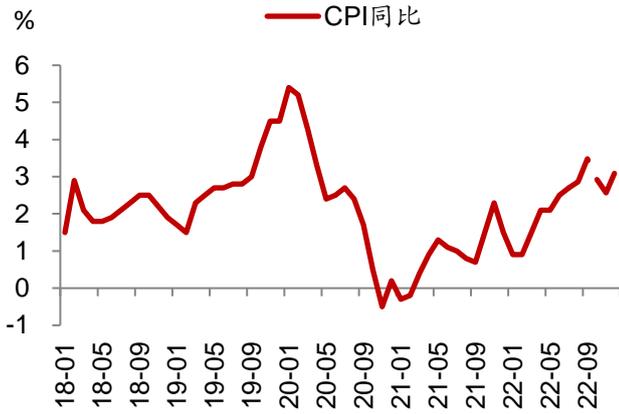
2) 金融风险方面基本延续Q1报告内容，新增“深化存款保险早期纠正和风险处置职能”。金融风险方面，报告延续指出“健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，构建防范化解金融风险长效机制，压

降存量风险、严控增量风险”，也延续提出了对于宏观审慎政策、金融控股公司、金融法治建设、重点领域风险等工作要求。新增“进一步深化存款保险早期纠正和风险处置职能”。

● **风险提示**

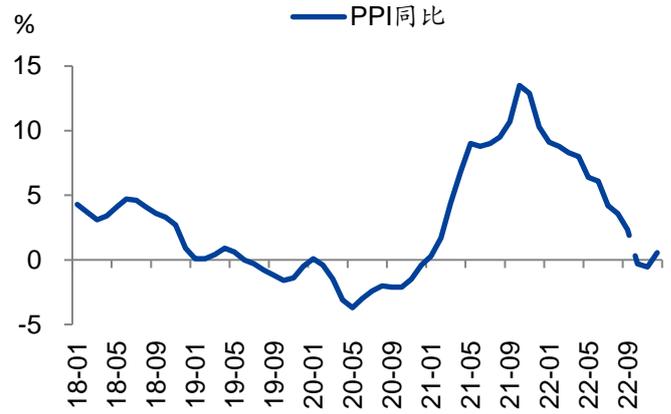
经济增长不及预期，政策执行力度不及预期，房地产下行速度超预期。

图表 1 三季度 CPI 同比将破 3%



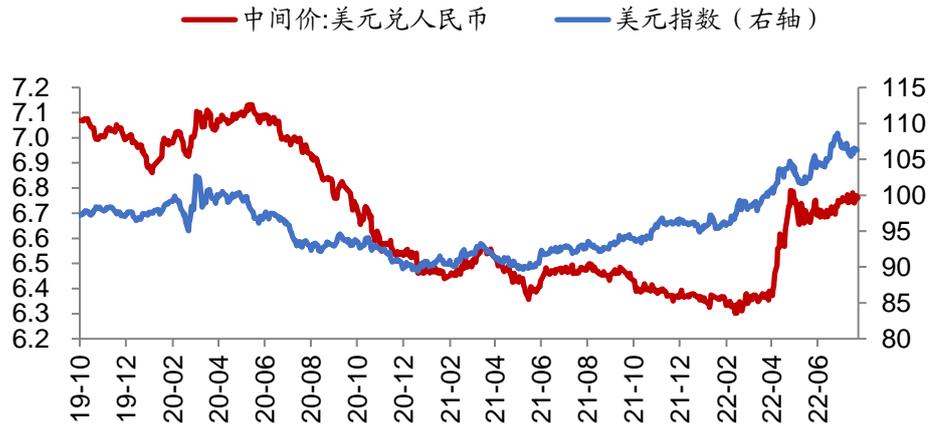
资料来源: Wind, 华安证券研究所 注: 虚线代表预测值

图表 2 PPI 同比将延续回落



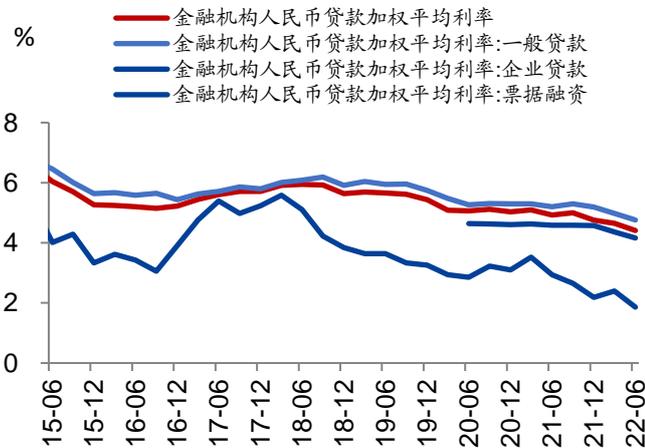
资料来源: Wind, 华安证券研究所 注: 虚线代表预测值

图表 3 三季度以来人民币兑美元维持稳定



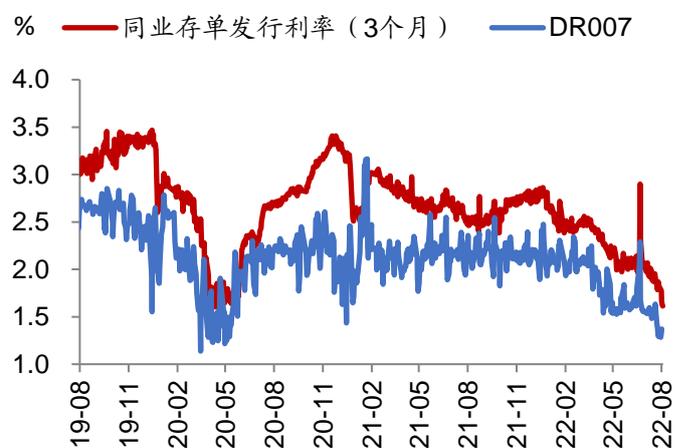
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 贷款利率继续下降



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 流动性总体充裕



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。