

2022年第二季度中国货币政策执行报告点评

四问央行新提法

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



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。我们针对其中的四个新提法给出我们的理解。

平安观点：

- 一问：如何理解本次货币政策执行报告新增的“三个兼顾”？
 - 一是“兼顾短期和长期”。即不会为了短期稳增长而将房地产再作为刺激经济的手段，而是着重引导资金投入经济转型重点领域，“挖掘绿色投资、城镇老旧小区改造、高技术制造业、科技创新等结构性潜能”，增强经济的中长期增长能力。本次报告特辟专栏“近年来信贷结构的演变和趋势”，提出未来“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”。而且，在坚持不搞“大水漫灌”的基础上，进一步增加了“不超发货币”的提法。
 - 二是兼顾“经济增长和物价稳定”。本次报告把物价问题放在更重要位置，点明“高通胀已成为当前全球经济发展的最主要挑战”，并特辟专栏阐释央行对物价的看法，认为“全年物价仍可实现预期目标，但应警惕结构性通胀压力”，主要是PPI向CPI传导、新一轮猪周期、能源进口成本上升三大压力。下半年CPI涨幅在一些月份破3%已成共识，市场更担心的是届时CPI向4%逼近。尽管7月CPI上行幅度弱于预期，但上述三大结构性压力尚未解除，通胀仍可能成为货币政策的掣肘。
 - 三是兼顾“内部均衡和外部均衡”。海外央行处于快速加息阶段，下半年预计美联储仍有100bp加息空间。而今年4月以来，我国流动性不断走向宽松，1个月Shibor利率从4月初的2.3%左右下降到8月10日的1.53%，其与美国1个月Libor利率的利差已倒挂83bp，为2009年以来首次倒挂。这对人民币汇率无疑构成压力，2018年4月到10月人民币对美元汇率大幅贬值就伴随中美这一利差的快速收窄，今年4月以来人民币急贬也伴随着中美利差走向倒挂的背景。尽管当前人民币汇率在强劲出口的支持下得以企稳，但国内流动性宽松仍需以平稳的跨境资本流动形势为前提。
- 二问：如何理解货币信贷增长目标从“稳定增长”转为“平稳适度增长”？
 - 相比去年四季度的“有力扩大”，信贷增长总量目标的要求进一步弱化。理解“平稳适度”，一方面是契合了专栏所阐释的中长期观点“信贷增速在新旧动能换挡和融资结构调整过程中可能会有所回落，但这是适配经济进入新常态的反映”；另一方面，考虑到二季度中国宏观杠杆率进一步上升了4.9个百分点，且居民部门债务增速创历史新低、非金融企业部门债务增速处于历史低位，存在私人部门资产负债表衰退风险。此时刻意追求较高的信贷增速，更可能造成资产价格泡沫、加剧通胀压力等问题。

当然，随着下半年中国经济复苏、GDP 增速抬升，加之社融增速回落（我们预计社融存量增速从 6 月 10.8% 回落到年末的 10.4% 左右），宏观杠杆率预计将出现明显回落。这可能是本次货币政策执行报告以“保持物价水平基本稳定”替换了“保持宏观杠杆率基本稳定”的主要原因。此外，本次报告新增了“用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设”。从高频数据来看，7 月以来基建重大项目正加速开工形成实物工作量，基建配套融资将成为信贷增长（特别是中长期贷款增长）的重要支撑。

三问：如何理解结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”？

根据邹澜司长在 7 月 13 日金融统计数据新闻发布会上的介绍，结构性货币政策工具中，长期性工具主要是支农支小再贷款和再贴现工具，而今年出台的科技创新、普惠养老、交通物流转向再贷款，加上去年四季度出台的碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，基本属于阶段性工具。也就是说其额度用完或到期后会进行再评估，该续则续、该增则增、该止则止。目前，今年创设的三项新工具 7 月才首次申请，需要观察落地情况；而截至 7 月 13 日碳减排支持工具累计发放 1827 亿元，煤炭清洁高效利用专项再贷款累计投放 439 亿元（总额度共 3000 亿，且政策执行至今年年底），可见绿色投资相关的这两项再贷款投放进度偏慢，后续可能会在方式、时限上进行评估调整。

四问：如何理解汇率政策的“坚持底线思维”？

正如我们在今年 4、5 月份人民币汇率急贬时提出的，人民币汇率的点位本身不是最重要的（在此之前人民币汇率的持续攀升反而可能对出口产生负面影响），需要担心的是资本外流压力加大、引起汇率超调的风险，这就是汇率政策的“底线思维”。在人民银行过去的货币政策操作中，可以看到其在不同的资本外流压力下，对人民币贬值的态度是不同的。譬如 2015-2016 年国内大量偿还美元外债期间，货币政策受到明显掣肘；而 2018-2019 年资本外流压力弱化，人民币再度面临“破 7”时，央行降准却是畅通的。当前，中美利差、包括港美利差均出现明显倒挂，二季度中国非储备性质的金融账户逆差幅度扩大到 993 亿美元，为 2016 年四季度以来最大逆差幅度；港币汇率频频触发弱方兑换保证，5 月以来，金管局累计从银行同业拆息市场回笼货币 1726.38 亿港元，使得香港基础货币相应减少，其中的总结余项目跌至 1651.58 亿港元，香港外汇储备也随之减少了 240 亿美元。若外资大规模流出，可能从在岸人民币汇率、离岸人民币汇率、港币汇率形成“三重冲击”，危及国内金融安全。这是不能逾越的“底线”，也需采取防患于未然的举措。

我们认为，下半年货币政策将着重于结构性工具的落实，推出降准、降息操作的可能性不高。需要密切关注跨境资本流动和通胀两大指标，若出现超预期变化，则可能加快市场利率从低位向政策利率的收敛。特别是考虑到，二季度金融机构贷款加权平均利率加速下行 24bp，至 4.41%，刷新 2008 年有统计以来新低。其中，企业利率下行 20bp，至 4.14%；个人住房贷款利率大幅下行 127bp，至 4.62%，可见 LPR 利率调降效果显著。当前市场资金供给已较充裕，“稳信用”的主要矛盾或在于信贷需求偏弱，在“三个兼顾”思路下，货币政策加码宽松的必要性偏弱。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033