



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《先总量撒钱、再结构优化——1月货币信贷数据点评》

《对标稳增长历史、货政宽松宜早不宜迟——2月货币信贷数据点评》

《水已经泼了、面在哪儿？——3月货币信贷数据点评》

《疫后复苏或驱动融资需求脉冲性反弹——4月份货币信贷数据点评》

《社融增速或现高点、三季度末或开始下行——6月货币信贷数据点评》

《流动性收敛不是收紧、长端利率更具想象力——7月央行公开市场操作点评》

总量货币政策宽松或已有限

——二季度货币政策执行报告点评

投资要点：

- 2022年8月10日，央行公布2022年二季度货币政策执行报告，在此次报告中，对风险的分析更加具象化、货币政策操作业务更加具象化：

(1) 国内外经济形势：当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复基础尚需稳固。

(2) 货币政策操作：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、更高质量的支持。

- **怎样理解7月份以来逆回购操作的变化？**7月份以来，逆回购的“缩量”和“增量”一度扰乱市场对资金利率的预期，央行在二季度货币政策执行报告中详细解释了为何会出现逆回购操作量的变化：

“由于货币市场资金供给充足，二季度以来公开市场业务一级交易商对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……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，但仍充分满足了投标机构的需求。央行公开市场操作是短期流动性调节工具，操作量根据流动性供需变化灵活调整是正常现象¹”。

在流动性合理充裕还略微偏多的市场环境下，是由于对基础货币的需求下降导致央行逆回购缩量，那么三季度缩量续作到期的MLF，也是流动性供给充裕情况下，货币政策操作应对基础货币需求下降的正常反应，结合央行上缴利润的节奏，“加快上缴央行结存留利润，截止7月底已上缴1万亿元，相当于全面降准近0.5个百分点……”，从7月13日央行召开上半年金融统计数据新闻发布会时完成上缴9000亿元，到7月底已经达到1万亿，预计8月中旬左右央行利润基本能够完成上缴，在此之后，流动性供给或自然收敛至中性。

- **为何浓墨重彩描述通货膨胀压力？**在此次货币政策执行报告中，央行从国际经济形势和国内经济形势方面，浓墨重彩描述通货膨胀，海外环境方面，高通胀正在取代疫情前“低通胀、低利率、低增长、高债务”的“三低一高”局面，尽管主要央行以加息应对通胀压力，但是也造成如何平衡“增长”和“通胀”的两难处境；国内在需求复苏导致PPI向CPI传导、“猪周期”和输入性通胀的因素影响下，CPI可能阶段性突破3%，要警惕结构性通胀压力、警惕通胀反弹压力。阶段性走高的

¹ 2022年二季度货币政策执行报告，第13页。

通胀对货币政策的制约作用在提升。在过去多年的货币政策积累中，央行对不同因素驱动的通胀，关注度也有不同，经济需求恢复引致的通胀压力上升可能触发货币政策主动收紧，而“猪周期”等供给侧阶段性引致的通胀上升，由于和经济总需求的相关性较低，不会触发货币政策主动收紧。在央行描述三季度通胀压力中，只有 PPI 向 CPI 传导的消费需求复苏具有这一类属性，因此央行顺延一季度货币政策执行报告，继续关注通货膨胀压力，并且主要聚焦通货膨胀压力的传导与扩散。

● 怎样理解央行下一阶段货币政策操作。

- (1) 在结构性通胀压力和海外主要央行加息浪潮下，下半年调降政策利率的概率较低，“2022 年二季度以来，公开市场 7 天期逆回购和中期借贷便利 (MLF) 的中标利率均保持不变，这有助于在全球主要央行加息背景下平衡好内、外部均衡。”²保持政策基准利率不变是货币政策维持内外部均衡的表现，在结构性通胀压力三季度抬升、消费需求复苏推动 CPI 涨价的压力下，“降息”等总量型政策工具的实施空间受限，不会“大水漫灌”和“超发货币”。
- (2) LPR 报价和贷款利率或还有压降的空间。在此次报告专栏 3“近年来信贷结构的演化和趋势”中，央行分析基建和房地产等资金密集型信贷占比下降、制造业和普惠小微贷款占比上升的现象与经济进入新常态“适配”，在这一过程中货币政策“破立并举、慢破快立”，在基建和房地产等传统驱动力趋势性走弱的环境下，通过各项带有激励机制的结构性政策工具，引导信贷投向政策合意的领域和行业。但是根据央行在报告中披露的贷款数据，二季度人民币贷款加权平均利率已经降至 4.41%，同比下降 0.52%，创下有统计记录以来的历史低位，其中企业贷款加权平均利率已经降至 4.16%，同比下降 0.42%；个人住房贷款加权平均利率则同比下降 0.80% 至 4.62%。在贷款利率已经降至历史极低位置的情况下，未来信贷总量增长的稳定性就取决于信用需求的恢复状况，在此次报告中央行删掉了“持续释放贷款市场报价利率改革效能”，取而代之的是“发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用”，或意味着重复二季度以存款利率调节推动 LPR 报价下调的空间已经有限，尽管 LPR 还存在一定调降可能，但未来还应是以压缩贷款利率和 LPR 报价之间加点的方式降低实体经济融资成本。
- (3) 货币政策持续关注宏观杠杆率的变化。此次报告没有提及“保持货币和社融增速与名义经济增速基本匹配”和“稳定宏观杠杆率”，但是回顾 7 月中旬召开的上半年金融统计数据新闻发布会，第一个问题即是对宏观杠杆率的观点，报告没有提及不表示对宏观杠杆率淡化处理。“人民银行一直比较关注宏观杠杆率的变化”³，根据社科院最新披露的宏观杠杆率数据，截止 2022 年二季度末，实体经济杠杆率为 273.10%，上半年宏观杠杆率整体上升 9.3 个百分点，宏观杠杆率的抬升既是逆周期调控政策的当期体现，也是名义 GDP 滞后体现的反应，三季度及以后经济复苏态势下，宏观杠杆率也将趋稳，下半年宏观杠杆率的上升幅度或低于上半年，2022 年全年宏观杠杆率上升幅度或

² 2022 年二季度货币政策执行报告，第 13 页。

³ 中国人民银行，2022 年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录，2022-07-13。

低于 2020 年。因此此次报告中未提及“基本匹配”，不代表宏观杠杆率或继续出现类似上半年的抬升。

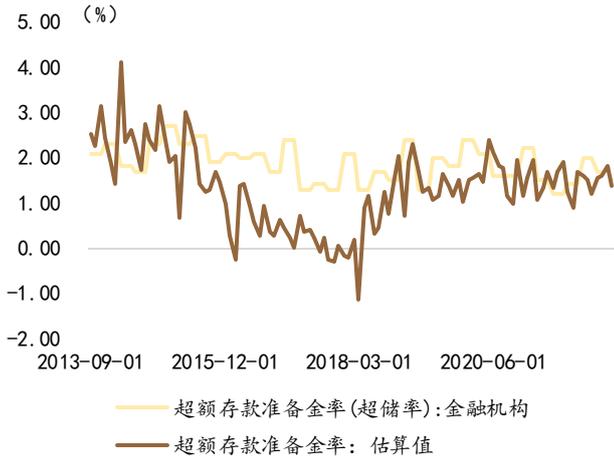
- (4) 和一季度相同，此次报告没有提及“引导市场利率围绕政策利率波动”，DR007 和 7 天期逆回购操作利率、同业存单和 1 年期 MLF 操作利率之间已经维持了较长时间的深度背离，但是货币政策或也不会以主动回收流动性的方式引导资金利率向政策利率的回升。我们始终认为，既然主导本轮资金面宽松的主要因素不是央行，那么化解本轮资金利率持续偏离政策利率中枢的驱动力应该也是宽松效应的减弱，叠加央行上缴利润结束的时间窗口，三季度市场利率或延续向政策利率渐进收敛的过程，只是在此过程中货币政策还会着力稳定好市场预期。
- (5) 人民币汇率和跨境资金流动“加强预期管理，坚持底线思维”⁴。预期管理和底线思维均是此次报告的新增内容，在 7 月份中美政策利差倒挂，并且在下半年美联储加息浪潮之下，中美政策利差倒挂或持续加深，上一次出现这种情形还是在 2018 年至 2019 年，期间人民币汇率出现大幅贬值，稳定汇率波动预期、坚守跨境资金流动的稳定性，有利于隔离海外加息潮对国内流动性环境的影响，外汇储备 3 万亿美元成为底线的量化指标。

市场启示：流动性收敛不收紧

二季度货币政策执行报告对货币政策的表述基本顺延了 7 月份中央政治局会议的措辞，对国内经济形势、通胀压力等问题做了更加具象化的表述，也对 7 月份以来市场关切的问题从技术层面做了解答。在“短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡”等内外部均衡挑战下，总量型货币政策空间较窄，结构性政策工具的作用更加突出；央行大概率不会主动回笼流动性，资金利率或还会在相当长时间内低于政策利率，和逆回购缩量一致，MLF 缩量也是基础货币需求下降的反映，流动性收敛不收紧，等待二季度以来引致流动性宽松的央行利润上缴、财政存款拨付等因素消退后的自然收敛；为了保持信贷总量平稳适度增长，尽管 LPR 报价还有一定下调空间，但是大概率还是以推动贷款加权平均利率下行为主，但是面对已经降至历史极低水平的贷款利率，信贷需求疲弱是更加关键的问题。

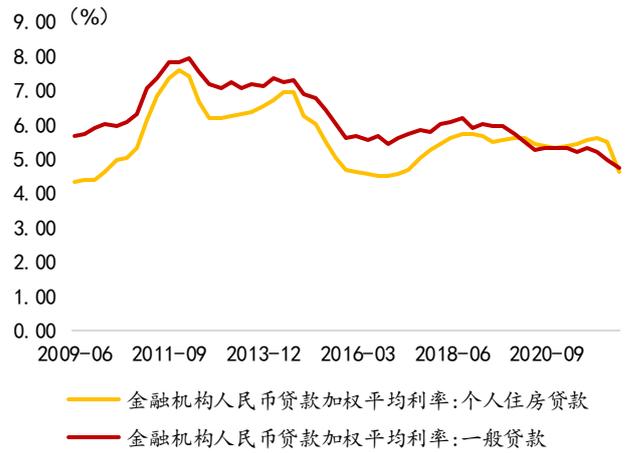
- **风险提示：三季度内外部均衡的风险增大。**(1) 海外主要央行纷纷加息，人民币汇率贬值压力、资金利率被动抬升和跨境资金流出风险增大，制约国内流动性宽松空间；(2) 疫情扰动还未完全消退，居民和企业部门资产负债表存在衰退风险；(3) 三季度猪周期驱动 CPI 上行，通货膨胀风险超预期。

图 1：2022 年二季度末超储率上升至 1.50%



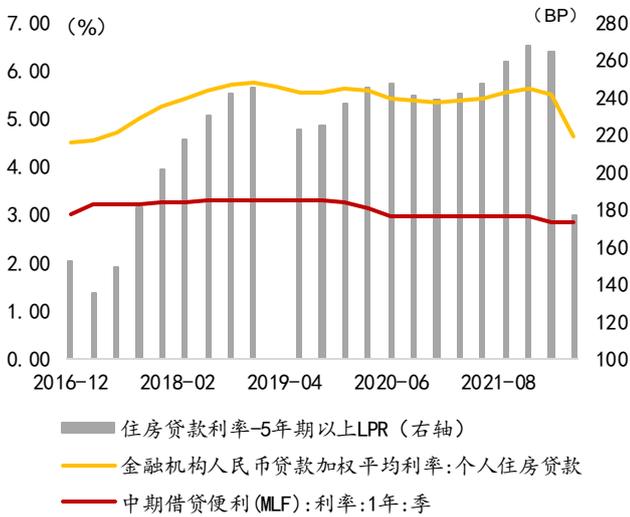
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：2022 年二季度住房贷款利率再度回落至一般贷款利率之下



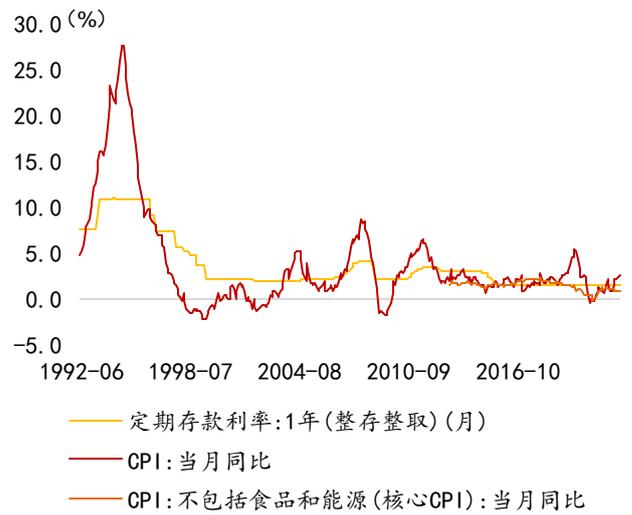
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：贷款利率和 LPR 报价之差还有压缩空间



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：三季度通货膨胀压力约束货币政策总量宽松



资料来源：Wind，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲 德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名，ISI Emerging Markets Group 2021 杰出成就分析师。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

王洋，德邦证券研究所高级宏观经济研究员。复旦大学政治经济学硕士，曾经沉浸在期货市场领域多年，横跨贵金属、外汇和固定收益、衍生品等领域，2021 年加入德邦证券研究所，偏重货币理论、宏观流动性等方面的研究，秉承从“利率定价一切”的思路研究固定收益、股票指数和大宗商品等大类资产配置。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。