

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

货政报告没讲的可能更重要

2022年8月12日

8月10日, 中国人民银行发布2022年第二季度中国货币政策执行报告。

- **Q2 报告一没讲“管好货币总闸门”, 二没讲“保持宏观杠杆率基本稳定”, 三没讲“引导市场利率围绕央行政策利率平稳运行”。**1) “管好货币总闸门”对应流动性收紧, 在Q2 银行间流动性持续处于极松水平的局面下, 央行继续未提这一表述, 说明“加大稳健货币政策实施力度”的总基调延续, 央行尚未表露引导政策转向的态度。2) “保持宏观杠杆率基本稳定”是指债务规模(分子)相对名义GDP(分母)的基本稳定, 政治局会议最新定调表明不会追求过高经济增长目标, 随着分母下降, 债务水平对于货币政策的约束相对弱化。类似的, Q2 报告将社融与M2 增速目标由“和名义GDP 增速基本匹配”替换为“合理增长”。3) 从货币政策传导机制上看, 央行并不希望市场利率与政策利率长期大幅偏离。但考虑到“经济恢复基础尚需稳固”, 央行主动“收水”为时尚早, 下半年资金利率向政策利率回归的速度很可能慢于市场普遍预期。
- **Q2 报告新提出全球高通胀成为外部最大挑战, 兼顾“三个均衡”, 全年物价可实现预期目标, 结构工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”。**1) 全球通胀创下过去20 多年来新高, 发达经济体通胀难回落, 宏观政策陷入“两难”境地。新兴经济体更是面临通胀脱锚、经济放缓、债务积压等“完美风暴”风险。主要经济体因此采取加息等措施, 进一步削弱了全球经济增长动能, 催生出部分经济体硬着陆的风险。2) “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”, 一是表明既要搞好跨周期调节, 也要保证短期目标的实现; 二是表态有能力平衡稳增长和稳物价两项目标, 二者相互制约有限; 三是增加对外部因素的关注。3) 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。历史上同一通胀率但经济承压时, 稳物价对于货币政策的制约相对有限。4) 结构工具“聚焦重点”体现在精准滴灌重点领域和薄弱环节; “合理适度”表明央行的重心可能不是出台新举措, 而是用好存量工具; “有进有退”或与结构工具引导下信贷结构的演变有关。
- **风险因素:** 疫情再度恶化, 增量政策推出不及预期, 美欧经济衰退。

目 录

一、Q2 货币政策执行报告释放了哪些信号?	3
二、Q2 货币政策执行报告表述变化一览	8
风险因素	10

图 目 录

图 1: 1-6 月城镇新增就业人数不及往年	3
图 2: 青年人群就业压力加大	4
图 3: 下半年 CPI 同比预测	5
图 4: 2000 年以来我国有四个时期 CPI 同比明显高于 3%	5
图 5: 二季度以来 DR007 较 7 天逆回购利率大幅偏离	6
图 6: 近期 MLF 利率较同业存单收益率利差进一步走阔	6
图 7: 6 月一般贷款中利率低于 LPR 的贷款占比提升	7
图 8: 近期中美利差从深度倒挂返回零值附近	7
图 9: 7 月中下旬以来房地产销售初步企稳	8
图 10: 2022Q2 货币政策执行报告较 2022Q1 的重要表述对比	9

事件：

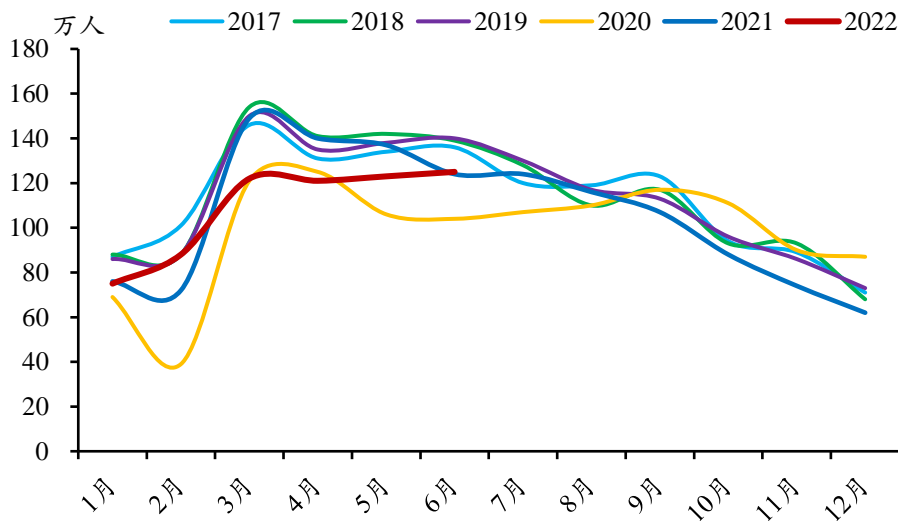
北京时间8月10日傍晚18点，中国人民银行发布2022年第二季度中国货币政策执行报告。

一、Q2 货币政策执行报告释放了哪些信号？

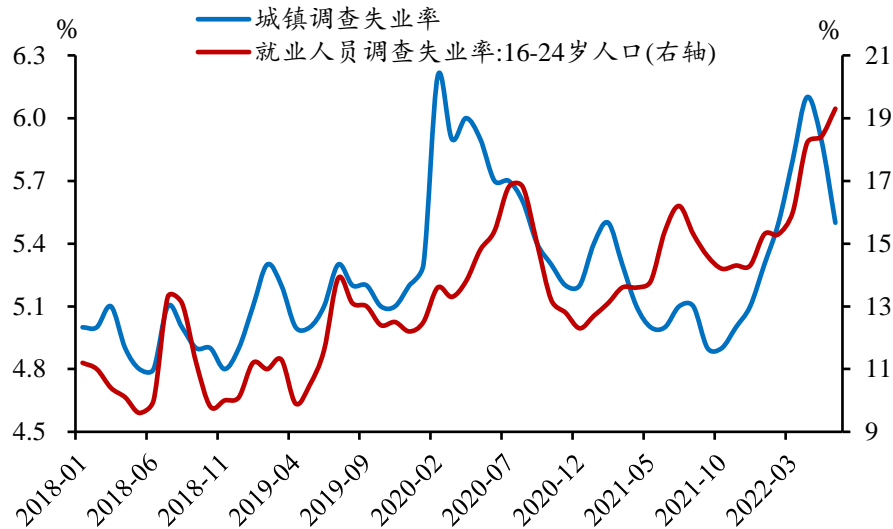
第一，全球高通胀成为外部最大挑战，新增世界经济增长动能转弱、部分经济体硬着陆等风险。7月欧元区HICP同比增长8.9%再创新高，美国CPI同比小幅回落0.6个百分点至8.5%，但考虑到当前美国通胀环比回落势能依然有限，去年三季度CPI环比基数明显较低，美国通胀的进一步回落仍存阻碍。央行指出发达经济体货币政策正面临偏松加剧通胀、偏紧加大经济硬着陆风险的“两难困境”。新兴经济体和发展中国家则面临通胀攀升、经济放缓、债务积压、货币贬值以及食品和能源危机的“完美风暴”风险。**国内经济恢复基础尚需稳固，下行压力有所缓解。**央行对国内经济的主要关注点包括国内消费恢复面临居民收入不振、资产负债表受损和消费场景受限等挑战积极扩大有效投资还存在一些难点堵点，服务业恢复基础尚不牢固，青年人就业压力较大等。

第二，未直接提及“稳增长”，但“力争实现最好结果”仍在货币政策目标体系中享有最高权重。7.28政治局会议将“保持战略定力”作为政策支持经济增长的前提条件，表明政策思路正在回归疫情前的常态，随着经济和疫情防控形势向好，稳增长的重要性在边际弱化。但在优先级上，支持经济增长暂时仍享有最高权重。首先，尽管Q2报告未直接提及“稳增长”，但相关表述替换为“巩固经济回升向好趋势、力争实现最好结果”等，依然在强调经济增长的重要性。其次，当前就业问题严峻，1-6月城镇新增就业人数不及往年，其中青年人群就业压力加大，6月16-24岁失业率升至19.3%，稳经济还需付出艰苦努力。最后，稳物价重要性的提升或让不同货币政策目标的相对重要性出现混淆，但央行对于物价形势的判断，是“预计物价涨幅仍将运行在合理区间”。

图 1：1-6 月城镇新增就业人数不及往年



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

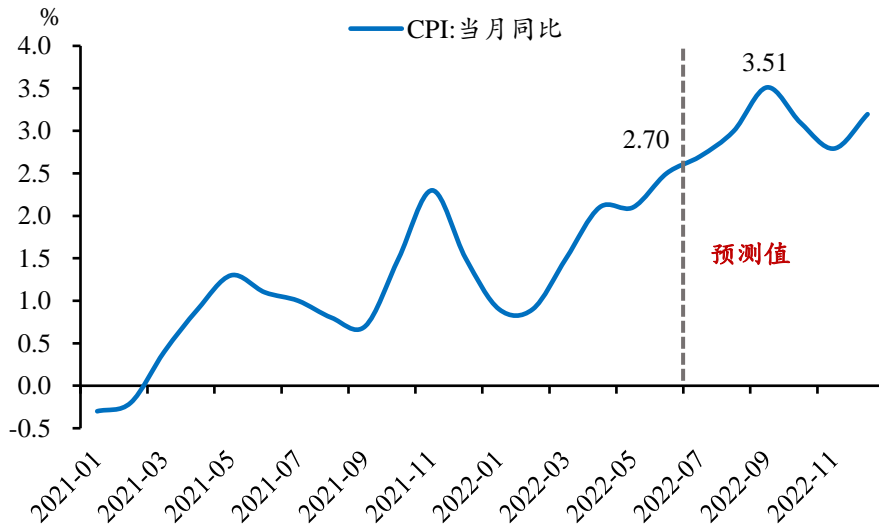
图 2：青年人群就业压力加大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

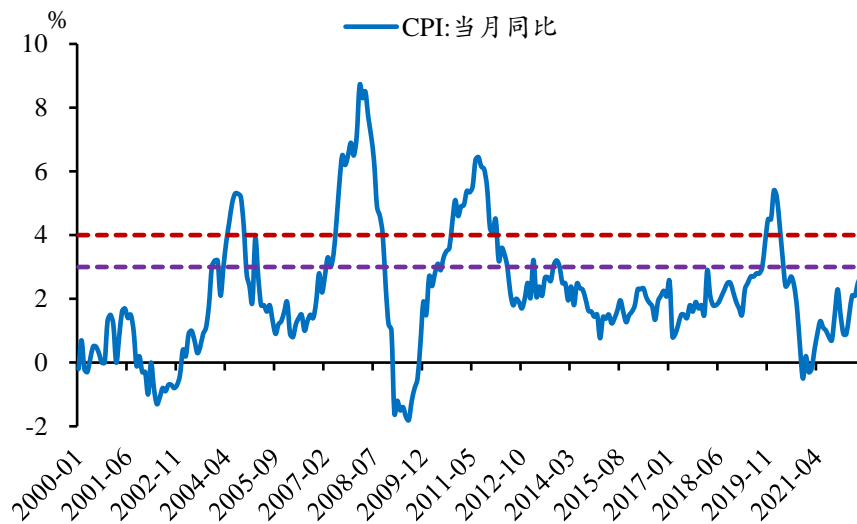
第三，延续“加大稳健货币政策实施力度”的总基调，新提“兼顾三个均衡”。在 Q2 银行间流动性持续处于极松水平的局面下，货币政策基调基本延续了此前的表述，自 2021Q3 以来继续未提“管好货币总闸门”，此外删除了“保持宏观杠杆率基本稳定”表述，社融与 M2 增速目标由“和名义 GDP 增速基本匹配”改为“合理增长”，**并未释放政策转向信号，部分表述甚至较 Q1 报告有所强化。**新提的三个均衡一是兼顾短期和长期均衡，表明既要搞好跨周期调节，也要保证短期目标的实现。二是兼顾经济增长和物价稳定，相比发达经济体宏观政策陷入稳增长和抗通胀的两难局面，我国所面临的宏观形势和政策工具箱有能力平衡两项目标，表明了政策决心，也说明稳物价对于货币政策的约束相对有限。三是兼顾内部和外部均衡，相比上半年，下半年外部环境更趋严峻复杂，央行对外部不确定因素的关注有所上升。

第四，全年物价仍可实现预期目标，但应警惕结构性通胀压力。自 Q1 货政执行报告提及“密切关注物价走势变化”以来，央行明显加强了对于物价形势的关注。Q2 报告关于下半年通胀走势的判断总体偏乐观，一是从基本面来看我国具备保持物价水平总体稳定的有利条件，包括不超发货币过度刺激需求，有效隔离了国际粮食危机，国内供应链运转较为通畅，居民通胀预期平稳等。二是短期内结构性通胀压力可能加大，包括原油等国际大宗商品造成的输入性通胀压力，新一轮“猪周期”下的猪肉价格上行，消费复苏回暖推动 PPI 向 CPI 的传导加快等。三是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。根据我们的最新测算，CPI 有可能在 9 月份首次破 3% 并创下全年高点，读数接近 3.5%，下半年中枢约为 2.9%。

历史上同一通胀率但经济承压时，稳物价会暂时让位稳增长。2000 年以来我国有四个时期 CPI 同比明显高于 3%，前三个时期 200311-200410、200703-200810、201005-201205 均属于“经济好+通胀高”的典型组合，货币政策优先稳物价。而当经济出现明显下行压力时，譬如 201909-202004 时期，“稳物价”会让位于“稳增长”。参考历史经验，下半年通胀对货币政策的约束相对有限，一是下半年经济工作“力争实现最好结果”，政策形势与 201909-202004 时期更加类似。二是如央行所言，下半年通胀更多是结构性风险，政策面有能力应对。三是 CPI 同比预计破 4% 的风险较小，点位相对温和。

图 3：下半年 CPI 同比预测


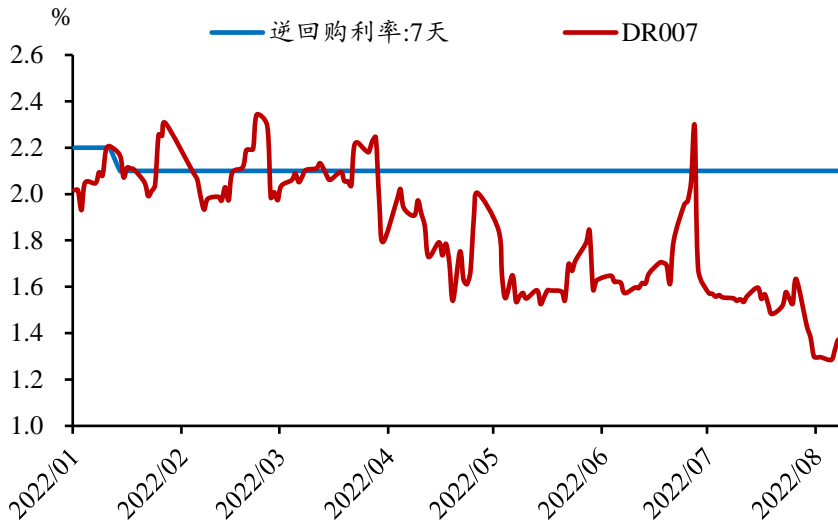
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：2000 年以来我国有四个时期 CPI 同比明显高于 3%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第五，删除“引导市场利率围绕央行政策利率平稳运行”，将 7 天逆回购缩量续做解释为市场需求有所减少。4 月份以来，DR007 较 7 天逆回购利率明显下行，MLF 利率较同业存单收益率利差进一步扩大。从货币政策传导机制上看，央行并不希望市场利率与政策利率长期大幅偏离。但考虑到下半年经济恢复基础尚需稳固，央行主动“收水”为时尚早，从而难以在短期内引导资金利率显著回归。对于近期多次开展 7 天逆回购缩量续做，央行解释为“二季度以来公开市场业务一级交易商对逆回购操作的需求总体有所减少”，“7 月份以来，一级交易商投标量继续减少，央行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”。这一解释与上半年财政、货币政策双积极，投放大量基础货币，银行体系流动性充裕的实际情形相符，也似乎在为下半年可能出现的 MLF 缩量续做提前做预期管理。

图 5：二季度以来 DR007 较 7 天逆回购利率大幅偏离



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：近期 MLF 利率较同业存单收益率利差进一步走阔



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第六，6 月利率低于 LPR 的贷款占比提升，关注可能出现的 LPR 下调。6 月一般贷款中利率低于 LPR 的贷款占比升至 29.8%，为年内新高，利率高于 LPR 的贷款占比普遍出现下调，共计 62.39%，为年内新低，显示出银行为推动降低贷款利率付出了切实努力。从“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”的传导机制来看，一方面央行将继续“发挥好货币政策工具的总量和结构的双重功能”，下半年降准、降息（政策利率）空间明显受限，降 LPR 是最契合的工具。另一方面存款利率市场化改革将有效降低银行负债成本，是 LPR 下调的主要推动力。

图 7：6 月一般贷款中利率低于 LPR 的贷款占比提升

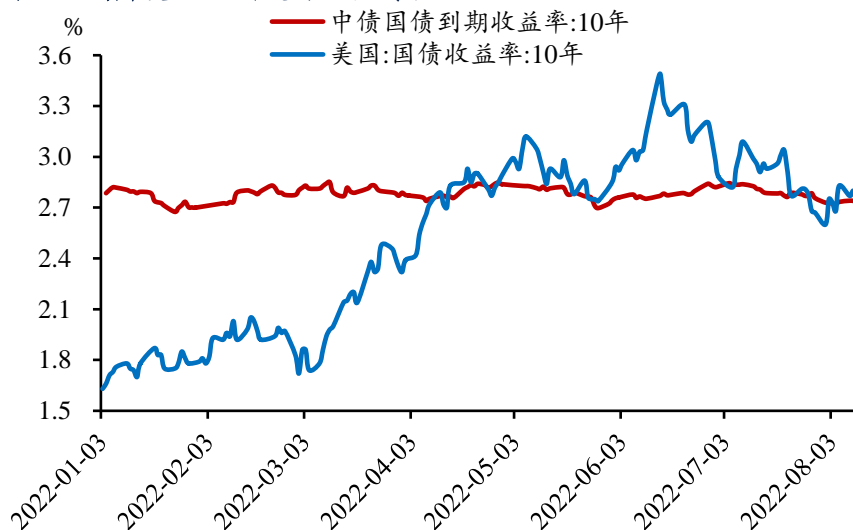
单位：%

月份	减点	LPR	加 点					
			小计	(LPR, LPR+0.5%)	[LPR+0.5%, LPR+1.5%)	[LPR+1.5%, LPR+3%)	[LPR+3%, LPR+5%)	LPR+5% 及以上
1 月	24.15	6.72	69.14	18.20	23.88	12.90	7.74	6.41
2 月	27.19	6.79	66.02	16.55	21.39	11.76	7.72	8.61
3 月	25.42	7.63	66.95	17.18	22.95	13.24	7.40	6.18
4 月	24.79	6.89	68.31	15.92	22.44	13.66	8.37	7.92
5 月	28.40	6.60	65.00	16.07	21.24	12.75	7.63	7.32
6 月	29.80	7.82	62.39	17.15	20.98	12.10	6.64	5.52

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

第七，结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”。聚焦重点体现为结构工具引导金融支持重点领域和薄弱环节的特点。合理适度表明央行的重心可能不是出台新举措，而是用好存量工具，包括 8000 亿新增政策性银行信贷额度、3000 亿开发性金融工具，4 月份以来推出的 4400 亿再贷款工具，其中科技创新再贷款、普惠养老和交通物流专项再贷款均于 7 月首次申请。此外还包括普惠小微、绿色贷款等常规工具，以及去年末推出的碳减排支持工具。有进有退或与专栏 3 信贷结构的演变和趋势相关，结构工具引导金融资源向特定领域倾斜，相关领域信贷增长，相反基建、地产等传统资金密集型领域信贷高位回落。

第八，在“以我为主”的基础上强调“兼顾内外均衡”，下半年人民币汇率的贬值空间相对有限。央行强化了处理好内外部均衡的重要性，稳定汇率同样是下半年货币政策维持币值稳定的重要内容。7 月中下旬以来，美元兑人民币汇率基本在 6.75 上下波动，参考上半年走势，6.80 是比较明确的阻力位。下一步央行将加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，可动用工具包括调整外汇存款准备金率、启动逆周期因子、加强资本项目管制等等，有较为充分的后手余地。从基本面上看，下半年中美经济基本面有可能再度扭转，中美利差倒挂压力有望减轻，都能在一定程度上缓解汇率贬值压力。

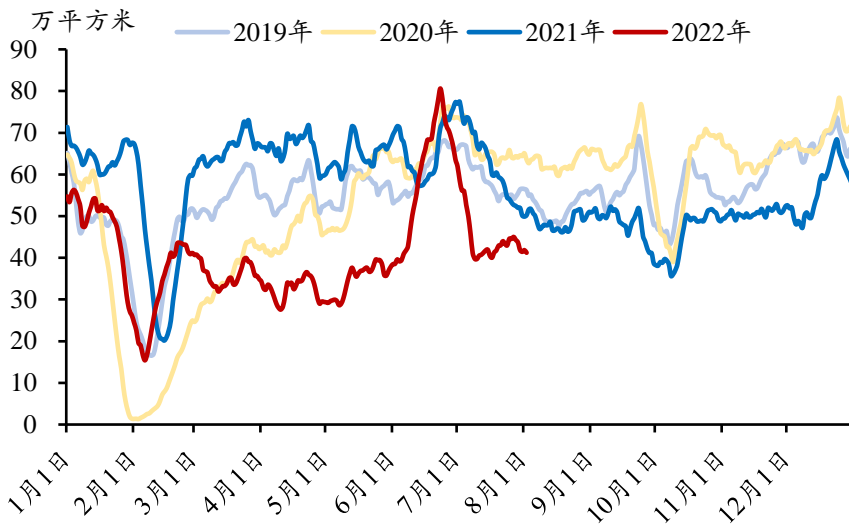
图 8：近期中美利差从深度倒挂返回零值附近


资料来源：Wind，信达证券研发中心

第九，央行对于房地产的定调有积极变化，地产风险扰动下，下半年收紧政策为时尚早。Q2 报告延续了“房住不炒”的总基调，新增“因城施策用足用好政策工具箱”，与 7.28 政治局会议定调一致。房价上涨预期一般领先于房地产销售，烂尾楼“断供潮”等风险事件对于居民购房预期的负面影响，或延长房地产销售与投资的磨底时

间。7月中下旬以来地产销售数据初步企稳，预计房地产行业可能需要等到四季度才能迎来实质性回暖。

图 9：7月中下旬以来房地产销售初步企稳



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、Q2 货币政策执行报告表述变化一览

图 10：2022Q2 货币政策执行报告较 2022Q1 的重要表述对比

	2022Q2	2022Q1
全球经济发展	<p>当前高通胀正在成为全球经济发展的最大挑战，主要发达经济体央行加快加码收紧货币政策，叠加疫情反复、地缘政治冲突、能源粮食危机等影响，世界经济增长动能转弱，金融市场震荡和部分经济体硬着陆的风险值得重视。</p> <p>主要发达经济体货币政策加快收紧，部分新兴经济体继续加息。高通胀已成为当前全球经济发展的最主要挑战，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。</p>	<p>受疫情脉冲式反弹、地缘政治冲突加剧、主要发达经济体加快收紧货币政策等影响，第一季度全球经济增长放缓，海外通胀压力持续走高，能源、金属、农产品价格明显上涨，金融市场震荡加剧，全球经济复苏前景的复杂性和不确定性加大。</p> <p>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。</p>
国内经济展望	<p>2022年一季度，面对国际环境更趋复杂严峻和国内疫情频发带来的多重考验，我国国民经济延续恢复发展态势，发展质量不断提升，开局总体平稳。</p> <p>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巩固。国内消费恢复面临居民收入不报、资产负债表受损和消费场景受限等挑战，积极扩大有效投资还存在一些难点堵点，服务业恢复基础尚不牢固，青年人就业压力较大，稳经济还需付出艰苦努力。但也要看到，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。全年物价水平将保持总体稳定，但要警惕结构性通胀压力。</p>	<p>2022年一季度，面对国际环境更趋复杂严峻和国内疫情频发带来的多重考验，我国国民经济延续恢复发展态势，发展质量不断提升，开局总体平稳。</p> <p>总的来看，我国经济运行保持在合理区间，工农业产品和服务供给总体充裕，消费、投资需求仍处在恢复之中，物价形势总体稳定，货币政策保持稳健取向，有利于物价走势中长期保持稳定。</p> <p>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，当前我国发展有诸多战略性有利条件，经济体量大、回旋余地广，具有强大的韧性和活力，又有超大规模市场，长期向好的基本面没有改变，完全有能力、有条件战胜困难挑战，实现经济持续健康发展。</p>
政策基调	<p>坚持稳字当头、稳中求进，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，深化供给侧结构性改革，建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，抓好政策措施落实，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，发挥有效投资的关键作用，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。</p>	<p>坚持稳字当头、稳中求进，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，深化供给侧结构性改革，支持稳增长、稳就业、稳物价，建设现代中央银行制度，健全现代货币政策框架，推动高质量发展，着力稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，以实际行动迎接党的二十大胜利召开。</p>
调控目标	<p>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利、更高质量的支持。保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好结构性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设，保持货币供应量和社融规模合理增长，力争经济运行实现最好结果。密切关注国内外通胀形势变化，不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。</p>	<p>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，落实好稳企业保就业各项金融政策措施，聚焦支持小微企业和受疫情影响的困难行业、脆弱群体。用好各类货币政策工具，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。</p>
货币政策展望	<p>综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社融规模合理增长，力争经济运行实现最好结果。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。</p>	<p>综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性，稳定好市场预期。继续发挥好结构性货币政策工具的牵引带动作用。</p>
社融/M2	保持货币供应量和社融规模合理增长。	保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配。
实体经济	<p>继续推动已出台金融政策落实落细，抓好扎实稳住经济的一揽子政策措施落实，鼓励对中小微企业和个体工商户、货车司机贷款等实施延期还本付息，继续推动金融机构落实好疫情防控和经济社会发展金融支持23条措施以及促进服务业领域困难行业恢复发展的若干政策，提高中小微企业融资可得性和便利性。指导金融机构加快落实《关于推动建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制的通知》，提升服务小微企业的意愿、能力和可持续性。持续开展小微企业信贷政策导向效果评估，强化评估结果运用。聚焦乡村振兴重点领域，指导金融机构优化资源配置，推进金融产品和服务创新，切实加大“三农”领域金融支持力度。依法依规用好3000亿元政策性开发性金融工具，推动新增的8000亿元开发性政策性银行信贷额度及时投放，引导商业银行、社会资本等跟进提供融资支持，加快推动基础设施建设和重大项目形成实物工作量，发挥好稳投资积极作用。</p>	<p>进一步抓好已有金融纾困政策落实，督促指导金融机构主动作为，精准发力，合理投放贷款，全力支持小微企业纾困发展，为受疫情影响较大的行业提供差异化金融服务，强化产业链供应链核心企业金融支持，积极支持民营企业健康发展。全力做好粮食安全和重要农产品产销的金融保障，做好煤炭等能源供应的金融服务，加大对物流航运循环畅通的金融支持，加大对有效投资等金融支持。抓好金融支持全面推进乡村振兴重点工作意见落地落实，指导金融机构优化资源配置，精准发力、靠前发力，切实加大“三农”领域金融支持，接续全面推进乡村振兴。</p>
补充银行资本	健全可持续的资本补充机制， 多渠道补充商业银行资本 ， 加大对中小银行发行永续债等资本补充工具的支持力度 ， 提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力 。	健全可持续的资本补充机制， 多渠道补充商业银行资本 ， 加大对中小银行发行永续债等资本补充工具的支持力度 。
信贷政策	保持货币信贷平稳适度增长 。完善货币供应调控机制， 持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束 ， 引导金融机构按照市场化、审慎经营原则 ， 加大对实体经济的信贷支持力度 。	保持货币信贷和社会融资规模稳定增长 。完善货币供应调控机制， 持续缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束 ， 培育和激发实体经济信贷需求 ， 引导金融机构合理投放贷款 ， 增强信贷总量增长的稳定性 。
贷款利率	持续深化利率市场化改革， 发挥贷款市场报价利率（LPR）改革效能 ， 增强信贷市场竞争性 。优化存款利率监管， 建立存款利率市场化调整机制 ， 维护市场良好竞争秩序 ， 稳定银行负债成本 ， 继续推动降低贷款利率 。	贷款利率进一步降低 。2022年以来， 人民银行持续深化利率市场化改革 ， 发挥贷款市场报价利率（LPR）改革效能和指导性作用 ， 增强信贷市场竞争性 ， 同时优化存款利率监管 ， 推动实际贷款利率进一步下行 ， 引导金融系统继续向实体经济让利 。
汇率	深化利率、汇率市场化改革，以我为主兼顾内外平衡 。稳步深化汇率市场化改革， 完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度 ， 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功能 。 加强预期管理 ， 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定 。发展外汇市场， 引导企业和金融机构树立“风险中性”理念 ， 完善企业汇率风险管理服务 ， 指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务 ， 降低企业避险成本 ， 加强自身外汇业务风险管理 ， 维护外汇市场平稳健康发展 。	深化利率、汇率市场化改革，畅通货币政策传导渠道 。2021年， 跨境资本流动和外汇供求基本平衡 ， 市场预期总体平稳 。以市场供求为基础、参考一篮子货币调节、有管理的浮动汇率制度运行良好， 人民币汇率以市场供求为基础 ， 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功能 。市场因素和政策因素对汇率偏离有效纠正， 人民币汇率保持在合理均衡水平上基本稳定 。 保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定 。 以我为主，以市场供求为基础 ， 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功能 。 加强跨境资金流动宏观审慎管理 ， 强化预期管理 ， 引导市场主体树立“风险中性”理念 ， 处理好内部均衡和外部均衡的平衡 。
防风险	坚持底线思维， 增强系统观念 ， 遵循市场化法治化原则 ， 统筹做好重大金融风险防范化解工作 ， 坚决守住不发生系统性金融风险的底线 。 进一步深化存款保险早期纠正和风险处置职能 ， 发挥风险差别费率的激励约束作用 ， 提高早期纠正的权威性 。	坚持底线思维， 增强系统观念 ， 遵循市场化法治化原则 ， 统筹做好重大金融风险防范化解工作 ， 坚决守住不发生系统性金融风险的底线 。 统筹监管金融控股公司 ， 稳妥推进具备设立情形的非金融企业依法设立金融控股公司 ， 不断完善相关监管制度体系 ， 推动金融控股公司规范可持续发展 。 加强金融法治建设 ， 以制定金融稳定法和设立金融稳定保障基金为契机 ， 进一步固化和健全金融风险预防、化解、处置长效机制 ， 推动处置机制市场化、法治化、常态化 。

资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

风险因素

疫情再度恶化，增量政策推出不及预期，美欧经济衰退。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。