

专题报告

2022年8月11日星期四

从四大专栏看央行的政策趋向：在稳就业和稳物价上取得平衡 ——评央行二季度货币政策执行报告

研究员：沈忱

期货从业证号：F3053225

投资咨询从业证号：Z0015885

☎：021-65789350

✉：

shenchen_qh@chinastock.com.cn

内容提要:

在二季度的货币政策执行报告,央行开设了《金融政策落地生效助力经济回升向好》、《人民币在特别提款权(SDR)货币篮子中的权重上调》、《近年来信贷结构的演变和趋势》和《全年物价仍可实现预期目标 但应警惕结构性通胀压力》。

这四个专栏总体揭示了央行的政策将在总量宽松的基础上以结构性货币政策为主,并高度关注结构性通货膨胀问题,在稳定人民币汇率方面,将致力于提升人民币资产的吸引力。

央行下阶段的政策将在稳增长、稳就业和稳物价上取得平衡,同时,提升人民币资产的吸引力,为人民币汇率在合理均衡的水平上保持基本稳定创造条件。

正文

昨天,央行公布了二季度货币政策执行报告。根据以往经验,央行报告的主要

信息和政策意图会在央行报告的四个专栏中得到体现，在第二季度的货币政策执行报告，央行开设了《金融政策落地生效助力经济回升向好》、《人民币在特别提款权（SDR）货币篮子中的权重上调》、《近年来信贷结构的演变和趋势》和《全年物价仍可实现预期目标 但应警惕结构性通胀压力》。

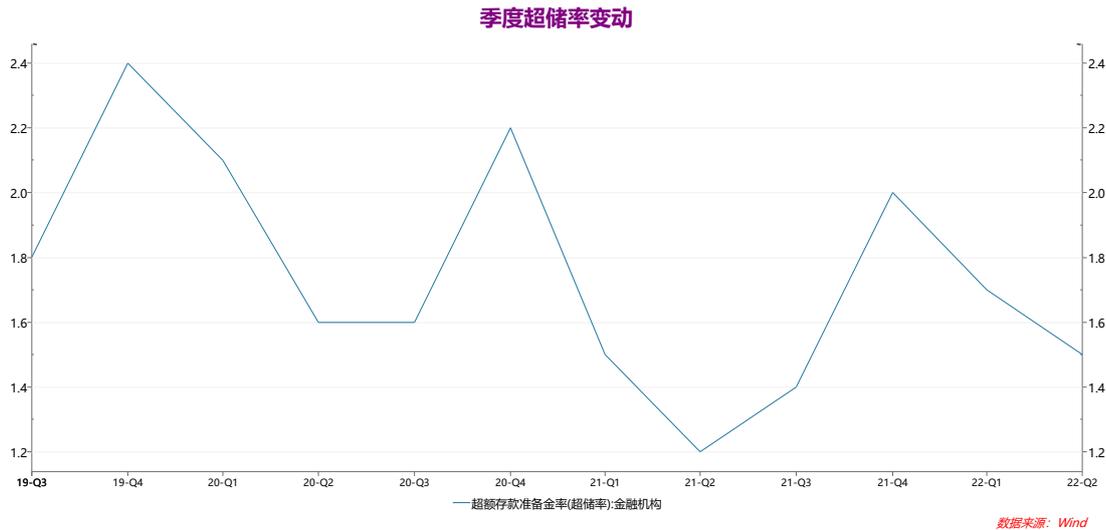
这四个专栏总体揭示了央行的政策将在总量宽松的基础上以结构性货币政策为主，并高度关注结构性通货膨胀问题，在稳定人民币汇率方面，将致力于提升人民币资产的吸引力。

在专栏一：《金融政策落地生效 助力经济回升向好》中，央行主要叙述了 2022 年以来，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，加快上缴央行结存利润（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）保持流动性合理充裕。

同时鼓励金融机构对受疫情影响市场主体实施贷款延期还本付息。发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用。继续运用好再贷款再贴现支持普惠金融发展。拓宽多元化融资渠道。鼓励金融机构发行“三农”、小微专项金融债券，拓宽可贷资金来源是引导金融机构加大对基础设施建设和重大项目的支持力度。会同相关部门加强政银企对接，围绕交通、能源、水利等重点领域，

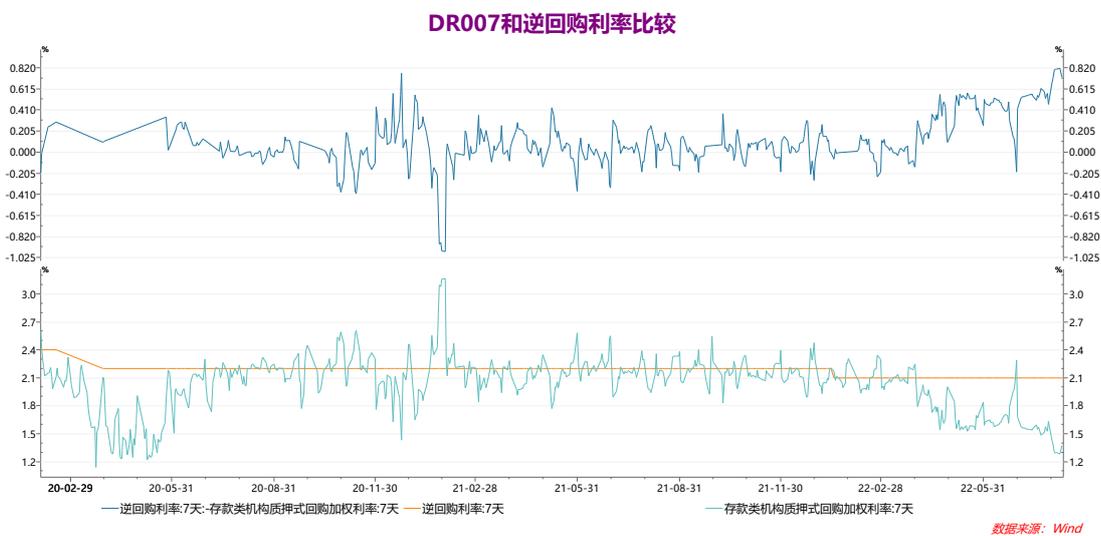
央行称，今年以来货币政策主动应对，靠前发力，增强前瞻性、精准性、自主性，金融服务实体经济质效不断提升。货币信贷总量合理增长，企业融资成本明显下降，信贷结构持续优化，金融机构对受疫情影响行业的信贷投放稳步增加。

二季度，央行公布的超储率报 1.5%，低于一季度的 1.7%，但央行在早先的货币政策报告称，在再贷款、再贴现、类碳减排等结构性货币工具大力发展下，超储率以难以说明流动性的宽松程度。图 1：季度超储率变动



流动性的宽松程度央行在以前的报告中称，不能用量来说明，主要由 DR007 等市场价格等指标进行说明。如下图所示，今年以来，DR007 在低位长期运行。流动性处于充裕状态。

图 2：DR007 和逆回购利率比较



在专栏二：《人民币在特别提款权（SDR）货币篮子中的权重上调》中，央行阐述了其核心工作之一是增强人民币资产的国际吸引力。

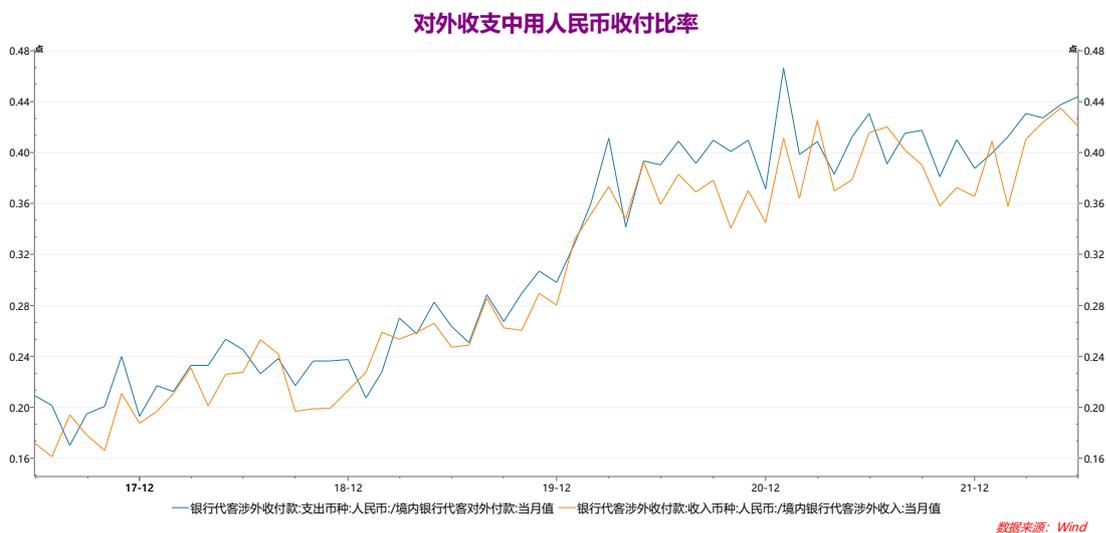
央行在近期召开的下半年工作会议上，也用了比较长的篇幅谈到了人民币的国际化问题：加强本外币政策协同。夯实贸易投资人民币结算的市场基础。支持境外主体发行“熊猫债”，稳步推动“互换通”启动工作，提高人民币金融资产的流

动性。支持离岸人民币市场健康有序发展。

人民币的资产吸引力和国际化程度确实得到了比较大的提升。央行有意通过加快建设离岸人民币中心、发行离岸票据、开放国内证券市场、加强和各国央行的货币互换等合作、提升人民币结算比率等举措加强人民币资产的吸引力。IMF 官方外汇储备货币构成 (COFER) 数据显示, 2022 年一季度末, 全球人民币储备规模折合 3363.9 亿美元, 占全球官方储备规模的比重为 2.88%。2017 年以来, 中国货物贸易和服务贸易项下人民币跨境收付金额年均分别增长 15% 和 17%。

在我国对外收支方面, 人民币成为除美元之外最主要的收付款货币, 人民币收款比率从 2019 年的 26% 提升到目前的 44%, 而人民币付款比率从 2019 年的 29% 提升到目前的 42%。

图 3: 对外收支中用人民币收付比率



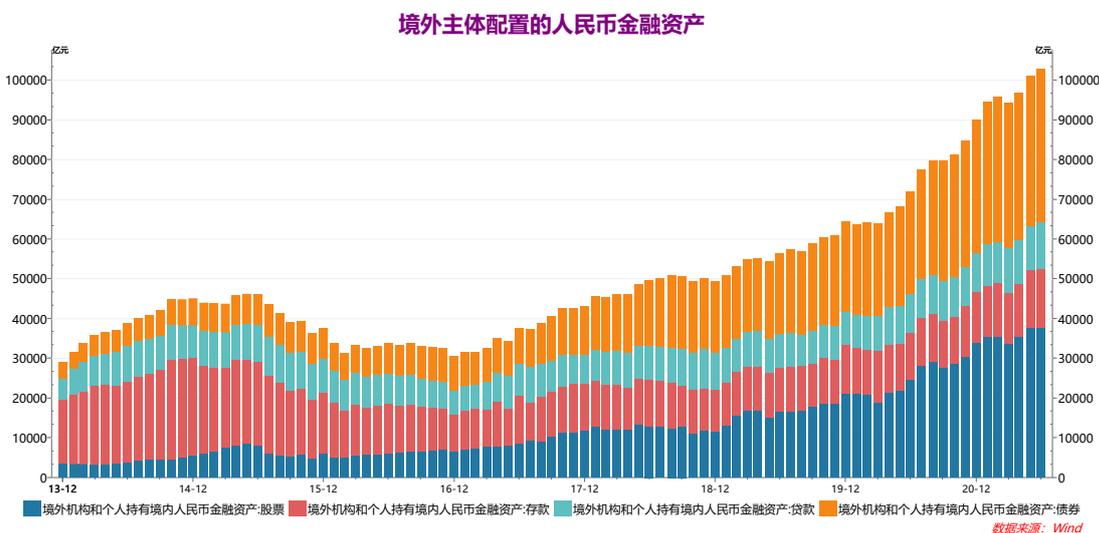
资料来源: 研究所 WIND

去年年底境外主体持有的境内人民币资产同比增长了 42.8%, 达到 10.26 万亿元, 今年尽管债券等有所减持, 但 6 月底依旧达到 10 万亿。而

2020年5月和2019年9月仅分别为6.7万亿和5.9万亿。人民币国际化进程无疑在加快中。

目前，境外投资者可通过债券通“北向通”、直接入市、QFII/RQFII等渠道投资中国债券市场，可通过沪深股通、QFII/RQFII等渠道投资中国股票市场，还可通过跨境理财通、特定品种交易等方式参与中国理财产品和商品期货交易。

图 4：境外主体配置的人民币金融资产



资料来源：研究所 WIND

提升人民币资产吸引力是保持汇率稳定的重要举措。今年以来，人民币汇率稳定尽管受到各种因素的挑战，但总体依旧稳定，这和人民币资产的吸引力提升有一定的关系。

在专栏三：《近年来信贷结构的演变和趋势》中，央行称，2010年以来，伴随着城镇化步伐加快、经济结构转型和稳增长、调结构政策推动，我国信贷结构呈现出“制造业筑底企稳、普惠小微稳步提升、基建高位缓落、房地产冲高趋降”的变化特征，特别是2019年以来信贷结构明显改善。从大数看，2022年6月

末 206 万亿元人民币贷款余额中，普惠小微、制造业、基建、房 地产贷款大体占全部贷款余额的一成、一成、两成、两成半，近年来金融不断加 大对普惠小微等 领域的支持力度。

图 5：我国信贷结构变化



央行称，中长期看，我国信贷增长将更加重视总量稳、结构优，绿色投资、“两新一重”等新动能在一定程度上可为信贷增长提供支撑， 21 加上信贷资源继续向重点领域和薄弱环节倾斜，金融对实体经济新增长点的支持 质量和适配性将稳步提升。

央行同时指出，随着城镇化进程边际趋缓和房地产长周期 趋势演变，过去量级较大的基建贷款和房地产贷款需求减弱，而普惠小微、高技术制造业等贷款体量仍相对较小，加上直接融资呈上升趋势，信贷增速在新旧动能换档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，并不意味着金融支持实体经济力度减弱，货币供应量和社会融资规模增速同 名义经济增速仍将保持基本匹配。

央行将抓紧有利时间窗口“立”，引导信贷资源更多投入实体经济转型重点领域，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，促进金融与实体经济良性循环。

在专栏四：《全年物价仍可实现预期目标 但应警惕结构性通胀压力》中，央行一方面认为具备物价稳定的条件，另一方面，又存在着结构性通胀的问题，主要的因素是猪价、进口价格回升和经济复苏带来的 PPI 向 CPI 传导的加快。央行因此判断，下半年一些月份涨幅可能阶段性突破 3%，结构性通胀压力加大。

对此，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。

总体来看，央行下阶段的政策将在稳增长、稳就业和稳物价上取得平衡，同时，提升人民币资产的吸引力，为人民币汇率在合理均衡的水平上保持基本稳定创造条件。

（研究所 20220811）

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：shenchen_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799