

“稳增长” 兼顾 “稳物价”

——《2022 年二季度货币政策执行报告》点评

8 月 10 日，央行发布《2022 年二季度货币政策执行报告》（下称《报告》）。对此我们点评如下：

一、政策立场：加大政策实施力度

央行对国内外经济形势的判断更趋谨慎，但指出“我国经济长期向好的基本面没有改变”。国际方面，央行认为外部环境“更趋复杂严峻”，特别是经济滞胀压力加大：高通胀叠加经济增长动能转弱，主要发达经济体货币政策面临“偏松易引发通胀预期发散、偏紧易加大经济硬着陆风险”的两难困境。国内方面，央行指出，虽然二季度我国经济顶住压力实现小幅正增长，但“经济恢复基础尚需稳固”。央行强调国内消费恢复面临“居民收入不振、资产负债表受损、消费场景受限”等挑战，积极扩大有效投资存在难点堵点，青年就业压力大，稳经济还需付出“艰苦努力”。通胀方面，央行认为全年物价水平总体将保持稳定，但输入性通胀压力依然存在，需警惕结构性通胀压力。

政策立场上，央行强调“加大稳健货币政策实施力度”，做到三个兼顾：“短期和长期”、“经济增长和物价稳定”、“内部均衡和外部均衡”。《报告》在多处明确货币政策的稳健取向，除“不搞大水漫灌”外，增加了 6 月 15 日国常会“不超发货币”的要求。总量上，央行将广义流动性目标从“与名义 GDP 增速基本匹配”调整为“合理增长”，并强调用好政策性开发性金融工具，重点支持基础设施领域建设。结构上，央行要求结构性工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，进一步促进金融资源向重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的行业、市场主体倾斜。此外，央行延续了上期报告中提出的两个“密切关注”：即“国内

外通胀趋势变化”和“主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响”，并在专栏四中详细讨论形成“结构性通胀压力”的因素，表达了央行对下半年通胀上行风险的关注。

二、政策操作：以我为主，兼顾内外平衡

二季度以来，货币政策主动应对、靠前发力，保持银行间市场流动性合理充裕，货币市场利率中枢下行。央行综合运用降准、上缴利润、中期借贷便利、公开市场操作以及再贴现再贷款等多种方式投放流动性。二季度末金融机构超额准备金率为 1.50%，较上年同期高 0.1pct。在政策利率保持稳定的情况下，货币市场中枢下行，二季度银行间市场存款类机构 7 天期回购加权平均利率均值 1.72%，比一季度和去年同期分别低 37bp 和 44bp。这为稳定宏观经济大盘、保持经济运行在合理区间提供了适宜的流动性环境，是疫情背景下推动降低实体经济综合融资成本的有效举措，充分体现了货币政策“以我为主，兼顾内外平衡”的灵活性、前瞻性。

公开市场操作量按需调整，公开市场操作更加灵活、精准，有效发挥短期流动性调节工具作用。《报告》提到“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”。一方面，央行继续每日开展公开市场操作，满足一级交易商流动性补充需求，稳定市场预期；另一方面，央行根据投标机构实际需求灵活调整操作量，发挥短期流动性调节作用。同时，随着结构性货币政策工具的丰富、落地，结构性货币工具与公开市场操作、中期借贷便利等工具，将形成有效合力、互补，进一步发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能。

三、其它目标：“降成本”“稳汇率”“防风险”

“降成本”方面，在央行的政策支持和引导下，信贷支持实体经济

力度加大，LPR 改革效能发挥，“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”的货币政策传导机制更加通畅，企业融资成本明显下降，6 月企业贷款加权平均利率为 4.16%，处于有统计以来低位。今年以来，央行引导 1 年期和 5 年期 LPR 分别下降 10bp 和 20bp 至 3.70%和 4.45%，不断推动相关贷款利率降低。6 月人民币一般贷款加权平均利率同比下降 44bp 至 4.76%，其中企业贷款加权利率同比下降 42bp 至 4.16%，个人住房贷款利率同比下降 80bp 至 4.62%。合理充裕的流动性推动市场利率继续大幅下行，同期票据利率同比下降 108bp 至 1.86%。值得注意的是，针对近年来信贷结构的变化，专栏 3 指出我国信贷结构自 2010 年以来呈现出“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”的特征，2019 年以来信贷结构明显改善，未来信贷增长将更加重视“总量稳、结构优”。

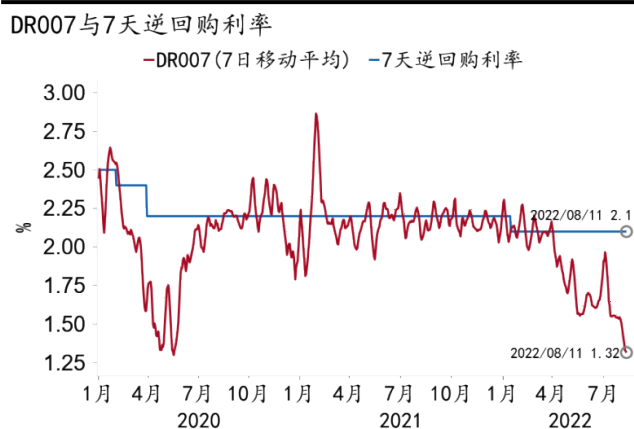
外部均衡方面，央行基本延续了一季度的相关表述，强调在海外经济和货币政策快速调整的形势下坚持“以我为主兼顾内外平衡”，争取保持“人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。“防风险”方面，针对近期村镇银行事件，央行增加“防范化解中小银行风险”的相关表述，并指出目前绝大多数中小银行的央行评级均处于安全边际内，下一步将加强银行风险监测预警，实现风险早发现、早处置。

四、小结：兼顾“稳增长”与“稳物价”

前瞻地看，未来央行将更加注重在不搞“大水漫灌”，不超发货币的前提下，为实体经济提供“更有力、更高质量”的支持，并进一步发挥结构性货币政策工具的精准滴灌和正向激励作用，兼顾“稳增长”、“稳就业”与“稳物价”的平衡。

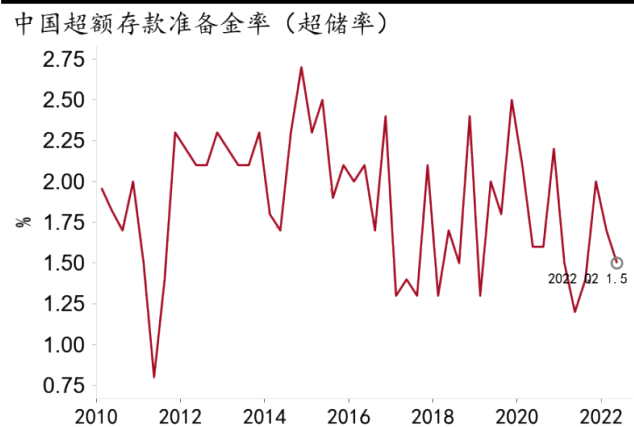
(评论员：谭卓 蔡玲玲 刁惜今 田地)

图 1：近期货币市场利率位于政策利率下方



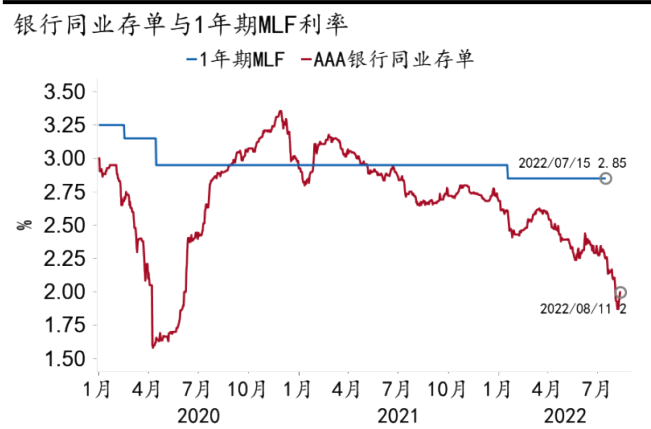
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：一季度超储率同比下降 0.2pct



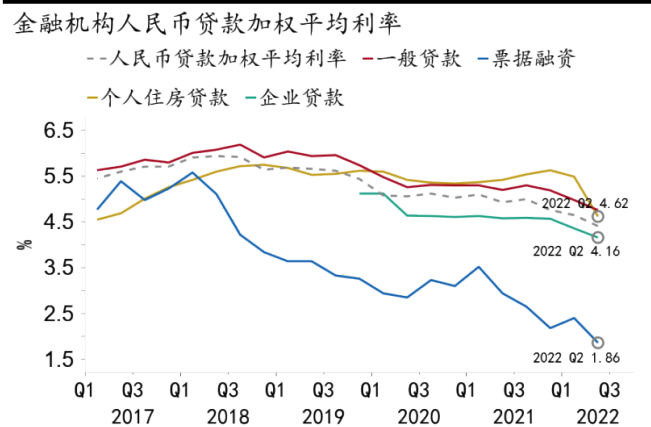
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：同业存单利率位于政策利率下方



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：二季度实体经济融资成本继续下降



资料来源：Macrobond、招商银行研究院