

平安首经团队：钟正生/张璐

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。

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

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”；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。

本文源自金融界