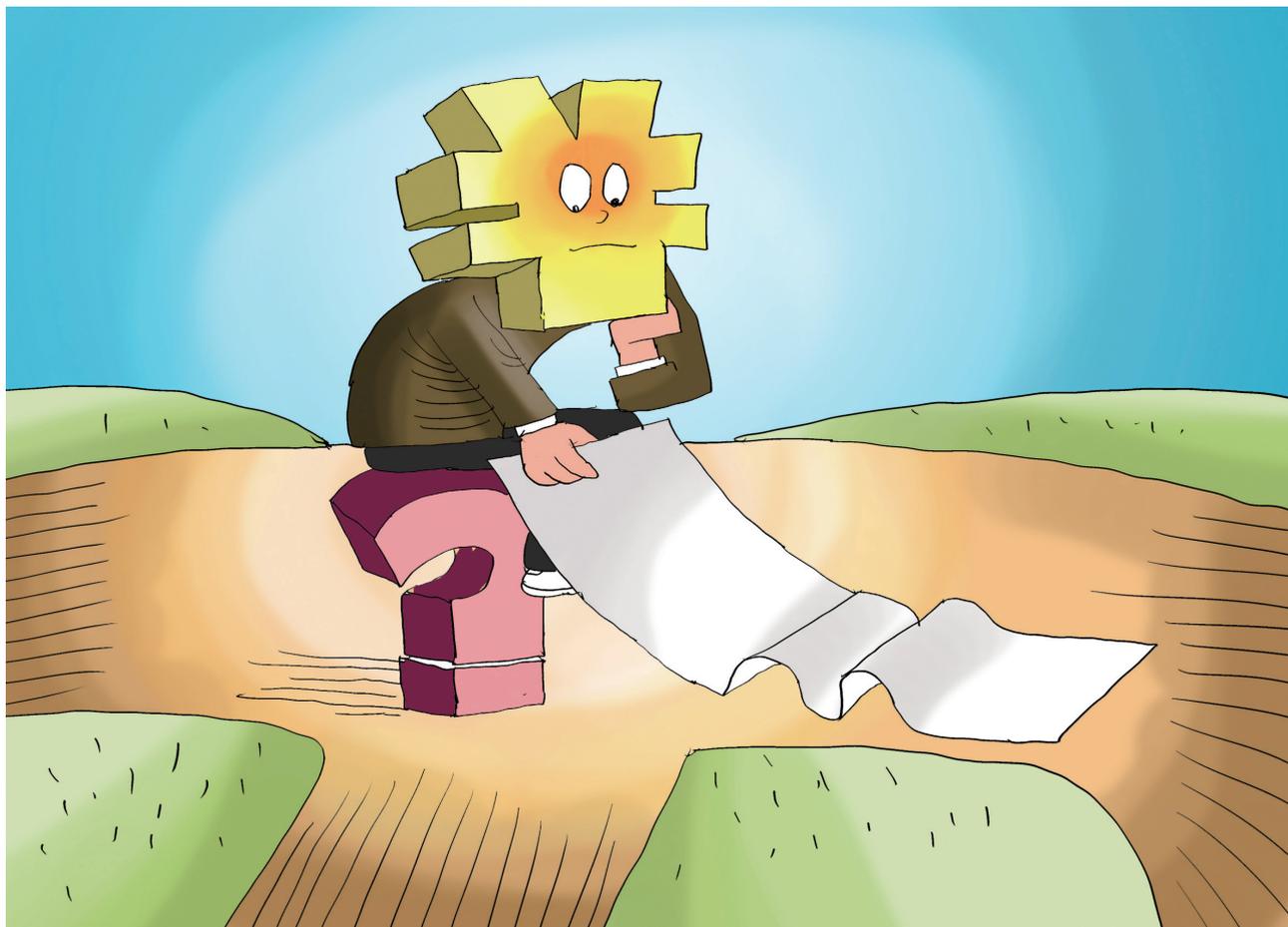


# 中国货币政策 “以我为主”的空间

我国货币政策仍将保持宽松，稳信贷、宽信用，加大对实体经济的支持力度。

文 | 熊园



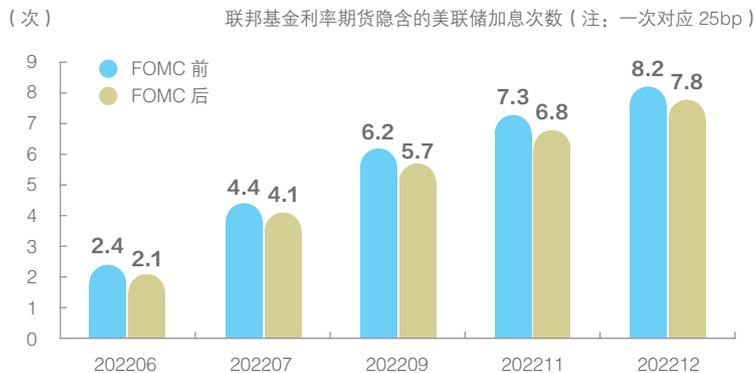
2022 年行将过半，受疫情、俄乌冲突等因素扰动，全球经济走势和政策走向呈现出明显分化的特征，集中表现为：美国经济更接近“胀而不滞”，中国则更接近“滞而不胀”；美联储持续加息，中国央行的货币政策持续宽松。往后看，鉴于我国经济下行压力仍大，后续政策目标将全力稳增长，我国货币政策仍将保持宽松，稳信贷、宽信用，加大对实体经济的支持力度。与此同时，鉴于全球流动性收紧、人民币贬值压力加大、通胀有上行风险等因素，我国货币政策“以我为主”的空间也将面临不少局限。

## 美国货币收紧旨在压通胀

北京时间 5 月 5 日凌晨，美联储议息会议决定将联邦基金目标利率上调 50 基点至 0.75% ~ 1.0%。这是自 2000 年 5 月以来首次单次加息超过 25 基点，也是 2022 年 3 月 17 日加息 25 基点之后年内第二次加息，仍然符合市场预期。美联储主席鲍威尔会后答记者问称，基准预期是接下来两次会议均会加息 50 基点，之后可能每次加息 25 基点，一次加息 75 基点不在考虑范围内；预计中性利率将在 2% ~ 3%，将尽快加息至中性利率水平，之后视情况而定。此外，本次会议还公布了缩表的具体计划，即从 6 月 1 日开始缩表，以减少本金再投资的方式进行，初始缩债规模为每月 300 亿美元国债、175 亿美元抵押支持债券（MBS），3 个月后达到每月 600 亿美元国债、350 亿美元 MBS 的上限。总体看，按照最新市场预期（截至 5 月 7 日），今年下半年美联储将同步进行加息和缩表。

从归因看，2022 年美国更接近“胀而不滞”，货币收紧旨在压通胀。一方面，2021 年下半年以来美联储的每次议息会议，都在持续强调通胀是当前美国的主要压力。数据显示，2022 年 1 ~ 3 月，美国 CPI 同比分别上涨 7.5%、7.9%、8.5%，扣除能源的核心 CPI 同比分别上涨 6%、

## 5 月 FOMC 决议公布之后，美联储加息预期有所降温



> 资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

6.4%、6.5%。按照市场预期，4 月美国 CPI 涨幅仍将保持高位，5 月之后有望趋于回落，到年底仍很可能处于 4% 以上的较高水平。另一方面，对比来看，2022 年美国第一季度 GDP 增速虽然大幅放缓（环比折年率为 -1.4%，低于预期 1.1%），但主因是疫情扰动、季节性因素和高基数，不应过度解读。从高频指标来看，衡量同比的美国周度经济指标（WEI）在去年年末、今年第一季度末、4 月末分别为 6.6%、4.4%、4.3%，反映出美国 GDP 同比仍将延续下滑，但下滑速度明显放慢；衡量环比的 ECRI 指标在 3 月曾小幅转负，但截至 4 月底已反弹至 4.0%，表明第二季度美国 GDP 环比将会改善。从全年看，根据美联储 3 月预测，2022 年美国经济增长 2.8%，考虑到去年的高基数，这一增速其实并不低。

## 中国货币宽松旨在稳增长

2021 年年底以来我国货币政策持续宽松，央行多次降息降准。2021 年 12 月 6 日，全面降准 50 基点；2021 年 12 月 15 日，1 年期贷款

Tips

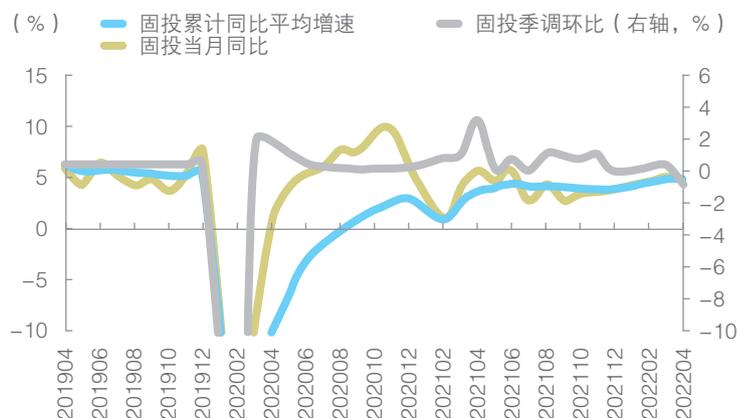
## 环比折年率

是一种简单的短期趋势预测技术，它利用季节调整以后的环比数据进行预测。预测基于如下假设，即在以后的时间里，变量的变化依照最近的环比速度进行，然后将这一增长率折算成年增长率。

## 社零当月和累计同比增速



## 固定资产投资增速变化



> 资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 2021、2022 年增速为较 2019 年同期平均增长)

基础利率(LPR)下调5基点; 2022年1月17日, 央行下调中期借贷便利(MLF)、公开市场操作(OMO)利率10基点; 1月20日, 再次将1年期LPR下调10基点, 5年期LPR同步下调5基点; 4月15日, 再次全面降准25基点,

同时对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行, 再额外定向降准25基点。此外, 央行还表示截至4月中旬, 已向财政部上缴利润6000亿元, 与降准25基点效果相当。整体来看, 2021年年底以来我国货币政策已转向全面宽松。

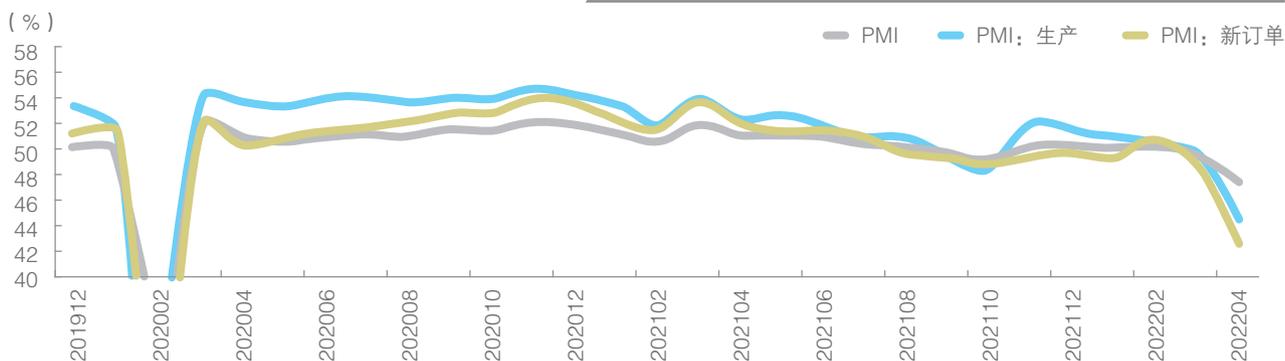
与美国不同, 2022年中国经济更接近“滞而不胀”, 货币宽松旨在稳增长。一方面, 2021年下半年以来, 由于面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力, 今年又叠加疫情恶化和俄乌冲突的影响, 经济下行压力进一步凸显。数据显示, 今年第一季度GDP同比增长4.8%, 三年平均增长4.9%, 较2021年第四季度的两年平均增速5.2%有所回落; 分结构看, 也只有基建、出口等偏强, 房地产、消费、进口、就业等大部分指标都明显走弱。4月制造业PMI几乎全线大幅回落, 指向4月经济还将进一步走弱。另一方面, 今年我国通胀总体表现为“CPI上、PPI下”, 通胀压力可控, 尤其是表征内需的核心CPI仍弱, 3月同比涨幅仅为1.1%, 自2021年11月以来已经连续5个月持平或下降。而今年4月央行行长易纲指出, 货币政策需要稳物价, 更多的还是担心俄乌冲突抬升粮食价格和能源价格。

## 下阶段政策趋势展望

当前我国经济下行压力较大, 后续政策目标将全力稳增长。4月29日的中央政治局会议指出“我国经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升, 稳增长、稳就业、稳物价面临新的挑战”, 同时强调“要加大宏观政策调节力度, 扎实稳住经济, 努力实现全年经济社会发展预期目标, 保持经济运行在合理区间”, 这也预示, 尽管经济形势面临的挑战较大, 但5.5%左右的GDP预期目标仍要努力实现, 国家也会多措并举, 推出一系列稳增长的组合拳。

4月18日, 央行、外管局印发《关于做好

## 4月中国制造业 PMI 大幅走低，指向第二季度经济仍弱



> 资料来源: Wind, 国盛证券研究所

疫情防控和社会经济发展金融服务的通知》，要求“发挥货币政策总量和结构双重功能，加大对受疫情影响行业、企业、人群等的金融支持”；4月29日的政治局会议强调“用好各类货币政策工具”，同日央行的学习传达会进一步指出“用好各类货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构更好满足实体经济融资需求；要抓紧谋划增量政策工具，支持稳增长、稳就业、稳物价，为统筹疫情防控和经济社会发展营造良好货币金融环境”。市场倾向于认为，后续货币政策仍将保持宽松，降准降息仍有可能，但会更加注重稳信贷、宽信用，尤其是通过再贷款、再贴现等手段实现结构性宽松。

需要注意的是，后续我国货币政策将“以我为主”，但也要面临三大制约因素。

第一，美联储货币政策持续收紧。如前所述，中性假设下，在3月和5月共加息75基点的基础上，6月、7月、9月、11月、12月等5次议息会议上美联储可能共计将再加息至少125基点；与此同时，英国、加拿大、澳大利亚等其他发达国家也正同步加息。事实上，央

行去年下半年以来的季度货币政策执行报告，都在持续提示主要发达国家货币政策转向的风险。

第二，人民币贬值压力不减。3月初以来，人民币开始趋于贬值，4月中旬以后更是加速贬值，诱发因素包括美联储加息推升美元美债、中美利差倒挂，我国疫情持续、出口走弱的预期升温等。央行决定自5月15日起将外汇存款准备金率由9%下调至8%，也是旨在缓解人民币贬值压力。鉴于美元指数短期内仍有望保持强势，人民币仍将承压。

第三，通胀面临上行风险。4月6日国常会指出“保持经济在合理区间，就是保持就业和物价稳定”，央行行长易纲4月22日在博鳌亚洲论坛指出“中国货币政策的首要任务是维护物价稳定；今年，粮食生产和能源供应对物价稳定非常重要”，4月29日中央政治局会议也强调了稳物价的重要性。具体来看，我国CPI和核心CPI虽然压力不大，但上游原材料价格、粮食价格等仍面临较大上行压力；同时，海外高通胀风险仍不容小觑。☐

(作者系国盛证券首席经济学家、宏观首席分析师)

我国CPI和核心CPI虽然压力不大，但上游原材料价格、粮食价格等仍面临较大上行压力，同时，海外高通胀风险仍不容小觑。