

基调积极：政策有望继续宽松

——2023年第二季度货币政策执行报告点评

事件概述

2023年8月17日，中国人民银行公布《2023年第二季度中国货币政策执行报告》（下文简称《报告》），相关点评如下：

核心观点

► 央行2023年二季度货币政策报告主要有五大看点：

- 1) 下半年经济持续恢复有基础，但新增挑战依然不少。央行对于当前经济面临的困难挑战判断较为客观准确，除了“居民收入预期不稳，消费恢复还需时间，民间投资信心不足，一些企业经营困难”等内需不足问题之外，还新增了“部分行业存在生产线外迁现象，地方财政收支平衡压力加大”等。
- 2) 对于物价，指出当前没有出现通缩，下半年也不会有，8月后CPI有望逐步回升，全年呈U型走势；PPI同比已于7月触底反弹，未来降幅还将趋于收敛。
- 3) 整体政策基调方面，新增“加大宏观政策调控力度”，货币政策方面，删除“搞好跨周期调节”，改为“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，稳固支持实体经济恢复发展”；利率方面，删除“保持利率水平合理适度”，改为“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”。整体来看，央行透露出的政策基调较为积极，后续降准、降息等宽松政策仍有可能。
- 4) 对于汇率的着墨较多，不仅正文部分新增“必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险”，还开辟专栏强调“人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定”，应该是对近期人民币较快贬值的回应，我们认为当前央行汇率政策工具箱充足，人民币继续大幅贬值的可能性较低。
- 5) 开辟专栏重点讲解商业银行利润水平。央行指出我国商业银行净息差持续收窄，利润增速有所下降，要想维持商业银行稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平。为了维持银行合理的净息差水平，我们判断在6月、8月连续两次降息的情况下，银行负债端（存款利率）也有望进一步下调。

► 经济持续恢复有基础，但新增挑战依然不少

央行认为下半年经济持续恢复有坚实基础，包括经济循环不断畅通、新动能成长壮大、政策效应持续显现。不过也提到经济运行面临新的困难挑战，除了“居民收入预期不稳，消费恢复还需时间，民间投资信心不足，一些企业经营困难等内需不足问题之外”，还新增了“部分行业存在生产线外迁现象，地方财政收支平衡压力加大”。我们认为央行对于当前经济的判断较为客观准确。

《报告》指出，下半年经济持续恢复有坚实基础，一是经济循环不断畅通。随着居民收入增长回升、消费场景改善，居民消费将更多转化为企业和劳动者收入，进一步增强消费潜力，形成扩大内需的“正反馈”。二是新动能成长壮大。1-6月以新能源、高技术服务业为代表的投资增速都在两位数以上，相应领域产销有望继续保持快速增长。三是政策效应持续显现。已投放的政策性开发性金融工具资金将继续带动形成实物工作量，基建投资对经济增长的支撑作用持续稳固发挥；货币信贷保持较快增长，货币金融环境合理适宜。

同时也提到当前国内经济运行也面临新的困难挑战。居民收入预期不稳，消费恢复还需时间，民间投资信心不足，一些企业经营困难，部分行业存在生产线外迁现象，地方财政收支平衡压力加大。

► 当前没有出现通缩，物价有望触底回升

对于通胀，央行延续了此前的判断，认为当前我国没有出现通缩…下半年也不会有通缩风险，7月CPI短暂转负主要是需

求恢复时滞和基数效应导致的阶段性现象，物价涨幅大概率已处于年内低点。对于后续通胀走势，央行判断8月CPI有望逐步回升，全年呈U型走势；PPI 同比已于7月触底反弹，未来降幅还将趋于收敛。

《报告》指出，上半年，我国物价涨幅震荡走低，6月CPI同比降至0，7月短暂转负至-0.3%，主要是需求恢复时滞和基数效应导致的阶段性现象。当前我国没有出现通缩，宏观经济稳步恢复，广义货币保持较快增长，与历史上的典型通缩存在明显差异。下半年也不会有通缩风险，供需条件改善的有利因素还在增多，居民收入增长持续恢复，消费意愿稳步回暖，大宗消费和服务消费逐步回升，综合来看，物价涨幅大概率已处于年内低位。预计8月开始CPI有望逐步回升，全年呈U型走势；PPI 同比已于7月触底反弹，未来降幅还将趋于收敛。中长期看，我国经济供需总体平衡，货币政策保持稳健，居民通胀预期平稳，不存在长期通缩或通胀的基础。

► 政策基调较为积极，降准、降息仍有可能

在整体政策基调方面，新增“加大宏观政策调控力度”，在货币政策方面，删除“总量适度，节奏平稳，搞好跨周期调节”，新增“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，稳固支持实体经济恢复发展”；在利率方面，删除“保持利率水平合理适度”，改为“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”。整体来看，央行透露出的政策基调较为积极，后续降准、降息等宽松政策仍有可能。

《报告》在总体思路方面，新增“加大宏观政策调控力度”，在货币政策方面，删除“总量适度，节奏平稳，搞好跨周期调节”，新增“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，稳固支持实体经济恢复发展”。同时删掉了Q1《报告》中货币政策的三个兼顾（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）；在利率方面，删除“保持利率水平合理适度”，改为“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”，与央行下半年工作会议提法一致¹。整体来看透露出的政策基调较为积极，后续降准、降息仍有可能。

结构性货币政策方面仍然是强调聚焦重点、合理适度、有进有退。《报告》中还开辟专栏，专门解读在决定结构性工具创设、延续或退出时，主要考虑的因素：一是经济运行中较为突出的结构性矛盾；二是金融机构提升对特定领域金融服务的意愿和能力。在新工具方面重点提及“落实好支持科技型企业融资行动方案，巩固科技创新再贷款政策牵引带动作用，进一步提升金融机构服务科技型企业的意愿和能力”，说明针对科技企业的结构性政策工具支持是重点。

► 汇率重视程度提升，坚决防范超调风险

本期《报告》央行对于汇率的着墨较多，不仅正文部分新增“必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险”，还开辟专栏强调“人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定”，应该是对近期人民币较快贬值的回应，我们认为当前央行汇率政策工具箱充足，人民币继续大幅贬值的可能性较低。

《报告》除了继续强调“加强预期管理，坚持底线思维，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范”外，新增“必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险”，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。同时还开辟专栏《人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定》，提到“人民银行、外汇局积累了丰富的经验，也具有充足的政策工具储备，有信心、有条件、有能力维护外汇市场平稳运行”，我们认为当前央行汇率政策工具箱充足，人民币继续大幅贬值的可能性较低。

► 房地产提法与央行下半年工作会议保持一致

房地产方面的提法延续了7月24日政治局会议精神，与8月1日央行下半年工作会议基本一致。主要是强调落实“金融16条”，加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度，稳步推进租赁住房贷款支持计划在试点城市落地等。

《报告》指出落实好“金融16条”，保持房地产融资平稳有序，加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。延续实施保交楼贷款支持计划至2024年5月末，稳步推进租赁住房贷款支持计划在试点城市落地。因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，促进房地产市场平稳健康发展。

1 央行2023年下半年工作会议 <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5006902/index.html>

► **开辟专栏重点讲解商业银行利润水平**

央行指出我国商业银行净息差持续收窄，利润增速有所下降，要想维持商业银行稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平。为了维持银行合理的净息差水平，我们判断在 6 月、8 月连续两次降息的情况下，银行负债端（存款利率）也有望进一步下调。

《报告》指出近年来，我国商业银行利润保持增长，但净息差持续收窄，利润增速有所下降。商业银行向实体经济发放贷款面临资本约束，化解风险也要消耗资本，我国对商业银行资本充足率有明确的监管标准。商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平，这样也有利于增强商业银行支持实体经济的可持续性。

考虑到金融周期和经济周期往往不完全同步，银行信贷风险暴露需要一段时间，应有一定的财力准备和风险缓冲。允许银行通过合理方式维持自身稳健经营，可以提升其持续支持实体经济发展能力。

风险提示

经济活动超预期变化。

宏观首席分析师：孙 付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观分析师：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070003

联系电话：021-50380388

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。