

精准有力，兼顾内外

——《2023 年二季度货币政策执行报告》点评

8 月 17 日，央行发布《2023 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、形势判断：保持耐心，面临挑战

《报告》对国内经济形势的判断与政治局会议的表述一致，认为“经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”。

国际方面，《报告》认为外部环境“复杂严峻”，主要体现在地缘博弈持续紧张、世界经济逆全球化风险上升以及发达经济体本轮加息对全球经济金融的累积效应还将持续显现。

国内方面，目前经济运行也面临新的困难挑战，包括居民收入预期不稳、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以及地方财政收支平衡压力加大。相较一季度，本次《报告》不仅指出了经济修复的短期阻碍，同时也更为关注经济转型调整中所面临的中长期挑战。

通胀方面，《报告》认为“当前我国没有出现通缩，下半年也不会有通缩风险”，指出物价有望触底回升，预计 8 月开始 CPI 有望逐步回升，PPI 同比已于 7 月触底反弹，未来降幅将趋于收敛。

最后，《报告》强调“我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变”，指出下一步工作方向在于“继续全面深化改革开放，着力扩大内需、提振信心、防范风险，推动经济运行持续好转”。

二、政策立场：精准有力，兼顾内外

《报告》仍然坚持“稳健的货币政策要精准有力”，保留兼顾内外平衡，但隐去兼顾“短期和长期”、“经济增长和物价稳定”均衡。这是 2019 年三季度央行首提“三个兼顾”以来，除 2020 年一季度疫情爆发初期外，首次如此处理。这表明在经济疲弱的背景下，货币政策的“稳增长”权重大幅上升。

《报告》落实 7 月政治局会议的部署，要求“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”。

总量上，《报告》继续强调“总量适度，节奏平稳”，仍要求“两个保持”：“保持流动性合理充裕”、“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。增强信贷总量增长的稳定性和可持续性，着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率，是政策关注的重点。

《报告》专栏 2 再度就今年以来 M2 增速高于名义 GDP 增速的现象进行专题论述，认为两者增速差有望随经济回暖收敛。当前金融数据总体领先经济数据，主要是宏观政策和金融靠前发力、实体经济恢复时滞导致的阶段性现象。《报告》指出，美欧疫情防控刚放开的 2021 年，M2 增速也普遍高于其名义 GDP 增速。

结构上，《报告》继续要求结构性工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”。专栏 3 阐述了结构性工具创设和延续的考量因素、退出节奏和方案。目前结构性工具关注的重点仍是普惠、绿色低碳、科技创新和房地产领域。《报告》披露，将延续实施普惠小微贷款支持工具和保交楼贷款支持计划，分别至 2024 年末和 2024 年 5 月末。

价格上，“降成本”的权重显著上升，《报告》将“保持利率水平合理适度”的表述替换为“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”。《报告》并列提及企业和居民融资成本，首提“居民信贷成本”，而非

过去的“个人消费信贷成本”，与央行关于“调整存量房贷利率”的表态相呼应。二季度 LPR 下降 10bp，带动新发放贷款加权平均利率同比下降 22bp 至 4.19%，企业和个人住房贷款利率均降至历史新低。在此基础上，央行继续行动，通过 8 月 15 日超预期实施非对称降息。

值得注意的是，专栏 1 专题论述了如何合理看待我国商业银行利润水平。一是尽管商业银行资产规模和利润总量持续扩大，但受宏观形势和市场竞争影响，银行只得以“以量补价”，盈利能力有所下降。相较去年同期，今年一季度银行净利润增速下降 6.1pct 至 1.3%，净息差下降 0.23pct 至 1.74%，资产利润率下降 0.08pct 至 0.81%。二是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”。《报告》指出，我国商业银行净利润主要用于补充核心一级资本以及向股东分红，并通过资本的杠杆作用再次作用于实体经济。维持一定的利润增长是内源补充资本的重要方式，有助于增强银行支持实体经济和防范风险的能力，维护境内外投资者对我国宏观经济的信心。

外部均衡方面，《报告》继续要求“以我为主兼顾内外平衡”及“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。专栏 4 分析人民币贬值压力的内外部因素，即美联储加息预期反复、市场避险情绪上升以及国内季节性购汇需求，认为“当前人民币汇率没有偏离基本面，外汇市场运行总体有序”。值得注意的是，《报告》隐去“增强人民币汇率弹性”，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”，指向在近期人民币汇率大幅波动的背景下，“稳汇率”的必要性上升。

“防风险”方面，《报告》密切关注地方政府债务和中小金融机构风险，要求“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”，“稳步推动

高风险中小金融机构改革化险加强系统性风险监测评估”。对于房地产领域，相较一季度，《报告》隐去“牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位”，“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”，“坚持稳地价、稳房价、稳预期”的表述。基于政治局会议“我国房地产市场供求关系发生重大变化”的判断，《报告》要求“落实好‘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”，“扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作”。

三、政策操作：加大力度，灵活精准

二季度，货币政策加大力度，灵活精准，银行间市场流动性合理充裕，货币市场利率平稳运行。二季度，央行综合运用再贷款再贴现、中期借贷便利（MLF）、公开市场操作等多种方式精准有力投放流动性。在每月税期及月末，央行加大公开市场操作量，熨平资金市场的波动，切实保障货币市场平稳运行。6 月、8 月公开市场逆回购操作和中期借贷便利中标利率分别合计下调 20 个、25 个基点，在房地产市场反复磨底、居民持续去杠杆、企业投资偏弱的形势下，货币政策加强逆周期调节，将从供需两端发挥稳定信心的作用，助力稳增长、降成本和防风险。2023 年二季度末，金融机构超额准备金率为 1.60%，比上年同期高 0.1 个百分点。二季度，银行间市场存款类机构 7 天期回购加权平均利率在 6 月降息后降至 1.94%，围绕下降后的公开市场 7 天期逆回购操作利率平稳运行。总体上，银行间流动性保持合理充裕，税期高峰、季末等时点利率运行更加平稳，为推动金融支持实体经济向好发展提供了适宜的流动性环境。

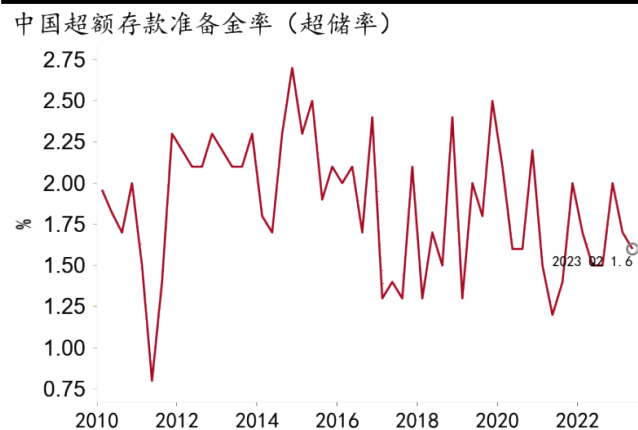
四、前瞻：未来仍有宽松空间

总体而言，当前经济内生修复动能疲弱，逆周期调节的必要性和紧迫性上升。为解题破局，货币政策已率先发力，旨在以“降成本”为抓

手，实现“稳增长”“防风险”，并兼顾“稳汇率”。考虑到目前经济主体行为仍然趋于收缩，年内宏观政策仍有宽松空间。

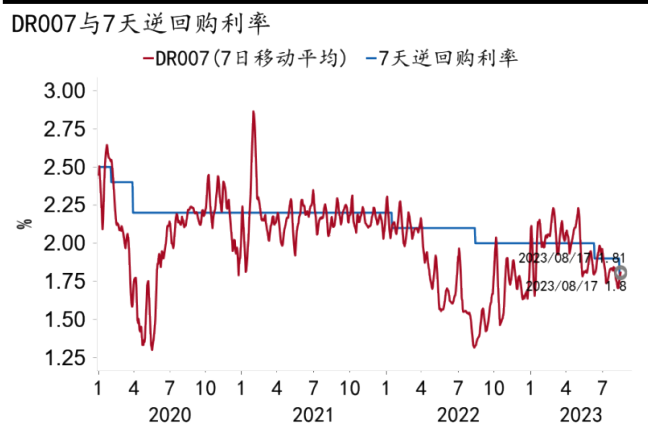
(评论员：谭卓 张巧栩 牛梦琦 李明祥)

图 1：一季度超储率较去年同期增加 0.1%



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：货币市场利率保持在 1.8% 附近



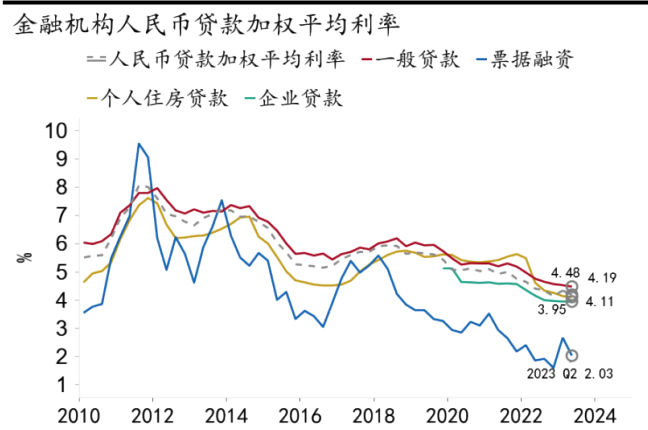
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：同业存单利率持续回落至 2.22% 附近



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