

宏观报告

证券研究报告

2023年07月01日

逐字逐句重点解读二季度货政委员会例会

去年 Q4 货政报告曾出现过“加大宏观政策调控力度”，但在今年 Q1 货政报告中删除，今年 Q2 重提“加大宏观政策调控力度”并将今年 Q1 货政报告中“信贷总量适度”改为“信贷合理增长”，我们认为，这说明货币政策和信用政策的力度在二季度短暂放缓后，目前正在进入重新发力期，6月13日降息是政策宽松的一个标志性信号。

风险提示：海外经济、政策存在不确定性，可能会影响国内货币政策的出台；海外金融风险存在不确定。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-6月第4周》2023-06-25
- 2 《宏观报告：宏观研究-中国经济不是二次探底》2023-06-22
- 3 《宏观报告：宏观-实现全年5%仍需努力》2023-06-20

6月28日，央行召开了货币政策委员会2023年第二季度例会¹（以下简称“23Q2例会”），通过对比一季度货政报告和一季度货政委员会例会的重点内容，可以大致了解当前货币政策的几个重要信息。

关于政策走向——或将确认转向宽松

23Q2例会：“要克服困难、乘势而上，加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能……”

23Q2例会：“保持信贷总量适度合理增长、节奏平稳……”

——去年Q4货政报告曾出现过“加大宏观政策调控力度”，但在今年Q1货政报告中删除，今年Q2重提“加大宏观政策调控力度”并将今年Q1货政报告中“信贷总量适度”改为“信贷合理增长”，我们认为，这说明货币政策和信用政策的力度在二季度短暂放缓后（详见报告《逐字逐句重点解读一季度货政报告》，2023.5.17），目前正在进入重新发力期，6月13日降息是政策宽松的一个标志性信号。

关于政策工具——再贷款支持保交楼和普惠小微

23Q2例会：“结构性货币政策工具要坚持‘聚焦重点、合理适度、有进有退’保持再贷款再贴现工具的稳定性，延续实施碳减排支持工具等三项货币政策工具普惠小微贷款支持工具和保交楼贷款支持计划……”

——此次例会关于结构性货币政策工具的表述变化较大，重点是“保持再贷款再贴现工具的稳定性”，意味着央行或将加大结构性货币政策工具的投放力度，投向重心从“碳减排支持工具”切换到“普惠小微+保交楼”，6月30日央行增加支农支小再贷款、再贴现额度2000亿元²即是结构性货币政策变化的初步体现。

关于降息——LPR仍有下调的可能

23Q2例会：“推动企业综合融资成本和个人消费信贷居民信贷成本稳中有降。”

——企业端降成本将“综合融资成本”改为“融资成本”，接下来可能会继续引导企业各类融资成本全方位的下降；居民端降成本将“个人消费信贷”改为“居民信贷”，预计其他领域如居民按揭贷款利率仍有继续下调的可能。政策关于降成本提及了企业融资成本和居民信贷成本的普降，一方面呼应了6月20日1年和5年LPR的下调10bp，另一方面也给未来下调LPR留下了政策想象空间。

关于汇率——可能适度阻贬，汇率或接近底部

23Q2例会：“深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性引导企业和金融机构坚持‘风险中性’理念，优化预期管理综合施策、稳定预期，坚决防范汇率大起大落风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”

——汇率方面删去了“增强人民币汇率弹性”，降低了对汇率波动的容忍度，政策引导方式从“优化预期管理”改为了“综合施策、稳定预期”，并新增了“坚决防范汇率大起大落风险”的汇率管理目标。4月以来人民币有所贬值，截至2023年6月30日，美元兑人民币的即期汇率约为7.26，正在接近前期高点（2022年11月3日，7.32），汇率如果突破前高，贬值预期可能加速自我强化，因此在前高附近是阻贬人民币较为合理的位置。从央行表述看，适度阻贬的诉求可能在上升，未来可能使用逆周期调节因子、外汇存款

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4979839/index.html>

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4979611/index.html>

准备金率等政策工具。

图 1：美元兑人民币汇率逐渐接近前高



关于房地产——全面放松可能性较小

23Q2 例会：“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况因城施策支持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，因城施策支持刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展，加快完善住房租赁金融政策体系，推动建立房地产业向新发展新模式平稳过渡。”

——“促进房地产市场平稳健康发展”、“推动建立房地产业发展新模式”是之前表述的延续，相比 Q1 例会的“推动……平稳过渡”，本次的表述有更进一步的含义在，预计房地产业发展新模式的落地将有所加速；今年 Q2 例会删除了有关房地产供给侧支持政策的表述，意味着针对房企的支持政策除“三支箭”³之外可能不会有新增；房地产需求侧政策提前到了第一位，但仍然强调“因城施策”，因此大幅全面放松地产政策的可能性较小。

³ 来源：经济日报公众号，https://mp.weixin.qq.com/s/wZQ_pTeoH-2CXJfzVFDuA

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com