

克服困难，加大宏观政策力度

——央行二季度货币政策例会点评

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

策略摘要

中国人民银行货币政策委员会 2023 年第二季度（总第 101 次）例会于 6 月 28 日在北京召开¹。

核心观点

■ 货币政策加力预期

央行二季度例会指出“克服困难、乘势而上，加大宏观政策调控力度”。我们预计未来央行货币政策重心将向“以我为主”倾斜，通过加大实施宽松货币政策力度，来改善内需，预防通缩预期的形成。同时在内外货币政策背离加剧的情况下，关注外汇政策层面出台相应的措施来稳定人民币汇率波动，以“坚决防范汇率大起大落风险”。

货币政策从结构转向总量信号进一步明晰。对于总量型货币政策，央行释放了“加大宏观政策调控力度”，“切实支持扩大内需，改善消费环境，促进经济良性循环”的信号。对于结构性货币政策，一方面央行删去了“结构性货币政策工具要坚持‘聚焦重点、合理适度、有进有退’”的表述，对政策性开发性金融工具强调“发挥好已投放的资金作用”，另一方面结构性政策工具强调的重心从“碳减排支持工具”转向“普惠小微贷款支持工具和保交楼贷款支持计划”。

■ 关注地缘政治风险

警惕“外部环境更趋复杂严峻”对于人民币带来的压力。一方面，国内的货币政策的加大宽松措施，将增加和海外加息状态的政策背离，前有土耳其汇率风险的参照。另一方面，无论是地理层面还是科技、金融层面，当前外部环境对于国内的压力并没有显著改善，需要关注预期层面的扰动带来的市场波动风险。

预计进入到左侧观察区间，中期继续看好人民币资产。将经济周期从底部拉起，预计将经历两个阶段，通过释放明确的政策信号，打消市场对经济进一步恶化的预期，这其中伴随着内部前期回落的惯性和外部资金流动的双重压力；通过建立财政支出方案，改善市场的需求预期，关注 7 月政治局会议的进一步信号指引。

■ 风险

经济数据短期波动风险，宏观政策调整超预期风险

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

目录

策略摘要	1
核心观点	1
经济金融形势分析	3
国际经济	4
国内经济	5
货币政策要求	5
货币政策目标	6
政策性金融工具	6
物价	7
结构性货币政策工具	7
金融供给侧改革	9
利率市场化	9
汇率市场化	9
金融体系	10
绿色金融体系	10
消费金融	11
房地产	11
平台企业	12
金融开放	12
货币政策	13

图表

图 1: 央行利率走廊 单位: %	4
图 2: 外汇储备和经常帐 单位: %YOY/左, %/右	4
图 3: 结构性货币政策工具情况表 截至 2023 年 3 月末	8

经济金融形势分析

原文

(二季度)会议分析了国内外经济金融形势。会议认为,今年以来宏观政策坚持稳字当头、稳中求进,推动经济运行整体好转。稳健的货币政策精准有力,加大逆周期调节力度,综合运用政策工具,切实服务实体经济,有效防控金融风险。贷款市场报价利率改革红利持续释放,存款利率市场化调整机制作用有效发挥,货币政策传导效率增强,贷款利率明显下降。外汇市场供求基本平衡,经常账户延续稳定顺差,外汇储备充足,人民币汇率双向浮动,在合理均衡水平上保持基本稳定,发挥了宏观经济稳定器功能。

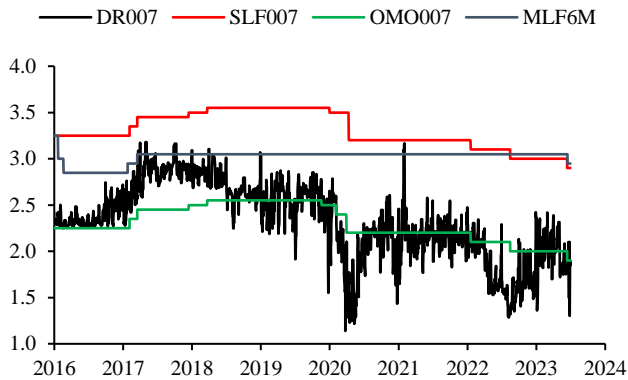
(一季度)会议分析了国内外经济金融形势。会议认为,今年以来宏观政策坚持稳字当头、稳中求进,推动经济运行整体好转。稳健的货币政策精准有力,保持连续性、稳定性、可持续性,科学管理市场预期,切实服务实体经济,有效防控金融风险。贷款市场报价利率改革红利持续释放,存款利率市场化调整机制作用有效发挥,货币政策传导效率增强,贷款利率明显下降,人民币汇率双向浮动,弹性增强,在合理均衡水平上保持基本稳定,发挥了宏观经济稳定器功能。

解读

对于宏观政策,删去“保持连续性、稳定性、可持续性,科学管理市场预期”的表述,增加“加大逆周期调节力度,综合运用政策工具”的表述,显示出央行6月通过调降利率走廊的方式(OMO利率、SLF利率、MLF利率和LPR利率均下调了10个基点),加大了逆周期货币政策的调节力度。

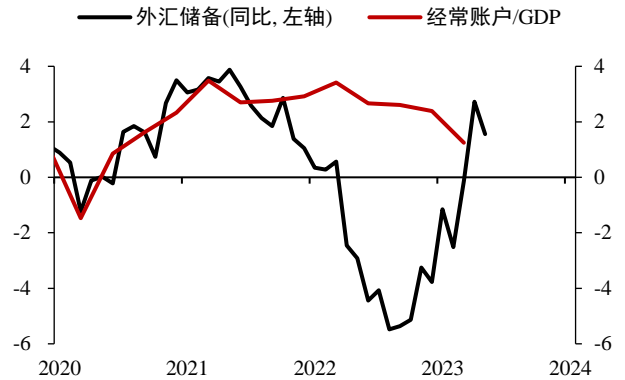
对于人民币汇率,删去“弹性增强”的表述,增加“外汇市场供求基本平衡,经常账户延续稳定顺差,外汇储备充足”的表述。一方面,二季度在中国经济恢复预期开始回落的同时,美国经济表现出持续超预期,从劳动力市场就业的超预期紧俏到房地产市场销售、一季度GDP增速的不断上修,显示出中美两大经济体经济增长的预期差出现了短期的拉大,给人民币汇率施加了走弱的压力,美元兑离岸人民币汇率从4月份的低点6.83持续走强制6月份的7.28。另一方面,从宏观政策维度人民银行6月份小幅调降了10个基点的基准利率,但是美联储却仍在释放相对偏鹰派的加息预期。

图 1: 央行利率走廊 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 外汇储备和经常帐 | 单位: %YOY/左, %/右



数据来源: Wind 华泰期货研究院

国际经济

原文

(二季度)会议指出,当前**外部环境更趋复杂严峻**,国际经济**贸易投资放缓**,通胀仍处高位,发达国家央行政策**紧缩效应持续**显现,国际金融市场波动加剧。

(一季度)会议指出,当前国际**经济增长放缓**,通胀仍处高位,**地缘政治冲突持续**,发达国家央行政策**紧缩效应**显现,国际金融市场波动加剧。

解读

对于全球经济描述的过程中,删去了“**地缘政治冲突持续**”的表述,显示出影响宏观政策的变量从“**地缘政治冲突**”层面转移。同时对于经济走向的判断从“**经济增长**”转向了“**经济贸易投资**”的结构上,体现出“**逆全球化**”的特征再次显现,因而央行也新增了“**外部环境更趋复杂严峻**”的表述。

国内经济

原文

(二季度) 国内经济运行整体回升向好，市场需求稳步恢复，生产供给持续增加，但内生动力还不强，需求驱动仍不足。

(一季度) 国内经济呈现恢复向好态势，但恢复的基础尚不牢固。

解读

对于国内经济的表述，央行从“呈现恢复向好态势”转向“运行整体回升向好，市场需求稳步恢复，生产供给持续增加”的表述，对于需要加强的地方，表述从“恢复的基础尚不牢固”切换到“内生动力还不强，需求驱动仍不足”²的表述，表明央行对经济维持向好的判断不变，制约经济的因素依然在于结构上，即内生动力的缺乏，以及需求的疲弱上。

货币政策要求

原文

(二季度) 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，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，切实支持扩大内需，改善消费环境，促进经济良性循环，为实体经济提供更有力的支持。

(一季度) 要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，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持。

解读

对于货币政策要求，央行“精准有力实施稳健货币政策”表述不变，但是新增了“克服困难、乘势而上，加大宏观政策调控力度”的表述，意味着未来央行货币政策力度仍将以加大“宽松”的支持力度为方向。由于困难一方面在于国内经济的问题“内生动力”不强和“需求驱动”不足，这些都和经济的分配结构有很大关系，在结构不改变的情况下，单一

² 来源于 2023 年 4 月政治局会议：https://www.gov.cn/yaowen/2023-04/28/content_5753652.htm

货币政策宽松对于经济形成有效的驱动是有困难的；另一方面国内的货币政策的加大宽松措施，将增加和海外加息状态的政策背离，进一步增加了外部环境复杂严峻带来的制约。

对于扩大内需，表述从“着力支持”转向“切实支持”，同时增加了“改善消费环境，促进经济良性循环”的表述，在6月底国常会发布《关于促进家居消费的若干措施》³文件，针对家居消费政策提出了政策措施——个性化、定制化家居商品。

货币政策目标

原文

（二季度）进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，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。

（一季度）进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，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。

解读

没有变化，保持货币和经济的增速匹配，没有“大水漫灌”。

政策性金融工具

原文

（二季度）继续发挥好已投放的政策性开发性金融工具资金作用，增强政府投资和政策的激励的引导作用，有效带动激发民间投资。

（一季度）用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设，促进政府投资带动民间投资。

解读

对于政策性金融工具，表述从之前的“用好”工具转向了“继续发挥好已投放的……资金作

³ 参见 2023 年 6 月国务院常务会议：https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202306/content_6889051.htm

用”，意味着政策性开发性金融工具投放力度将放缓，主要的工作将转向借助于当前已经投放的资金，来更有效地实现对于民间投资的激发。

物价

原文

(二季度) [关注物价走势边际变化](#)，保持物价水平基本稳定。

(一季度) ~~在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下~~，保持物价水平基本稳定。

解读

对于物价，央行表述从之前的“在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下”转向了对“物价走势边际变化”，意味着央行对于5月同比增速回落至接近“0%”的CPI通胀指标和负增长进一步回落的PPI通胀指标（-4.6%），开始预防通缩预期的形成。我们认为，在中国经济处在筑底周期的环境下，CPI和PPI的未来走势短期仍存在不确定性，一旦CPI走向负增长以及PPI负增长空间进一步扩大，不排除央行货币政策进一步释放总量性宽松措施的可能。

结构性货币政策工具

原文

(二季度) [保持再贷款再贴现工具的稳定性](#)，延续实施[普惠小微贷款支持工具和保交楼贷款支持计划](#)，继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，综合施策支持区域协调发展。

(一季度) ~~结构性货币政策工具要坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”~~，延续实施[碳减排支持工具等三项货币政策工具](#)，继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，综合施策支持区域协调发展。

解读

对于结构性金融工具，央行删去了“结构性货币政策工具要坚持‘聚焦重点、合理适度、

有进有退”的表述，同时删去了延续实施中“碳减排支持工具等三项货币政策工具”的表述，改为延续实施“普惠小微贷款支持工具和保交楼贷款支持计划”，意味着结构性货币政策的重心阶段性的向“小微企业”和“房地产销售”等市场主体。同时，央行新增强调了“保持再贷款再贴现工具的稳定性”。

图3：结构性货币政策工具情况表 | 截至2023年3月末

工具名称		支持领域	发放对象	利率（1年期）/激励比例	额度（亿元）	余额（亿元）	
长期性工具	1	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	7600	5960
	2	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	16400	14331
	3	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2%（6个月）	7050	6061
阶段性工具	4	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2%（激励）	400	275
	5	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管网、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.40%	/	31291
	6	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75%	8000	3994
	7	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	1365
	8	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	4000	3200
	9	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	10
	10	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）、仓储企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	354
	11	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75%	2000	1105
	12	普惠小微贷款减息支持工具	普惠小微企业	16家全国性金融机构，地方法人金融机构	1%（激励）	/	269
	13	收费公路贷款支持工具	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.5%（激励）	/	0
	14	民企债券融资支持工具（II）	民营企业	专业机构	1.75%	500	0
	15	保交楼贷款支持计划	保交楼项目	工农中建交、邮储	0%	2000	5
	16	房企纾困专项再贷款	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75%	800	0
	17	租赁住房贷款支持计划	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储、开发银行	1.75%	1000	0
合计						68219	

数据来源：PBC 华泰期货研究院

金融供给侧改革

原文

（二季度）深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。

（一季度）深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。

解读

没有变化。

利率市场化

原文

（二季度）完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。

（一季度）完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。

解读

对于利率市场化，表述基本保持不变，但是目的从“企业综合融资成本和个人消费信贷”转向“企业融资和居民信贷成本”，其中我们认为是为“非消费信贷”扩张提供了口子。

汇率市场化

原文

（二季度）深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，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。

（一季度）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**，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

解读

对于汇率市场化，一方面央行的表述删去了“增强人民币汇率弹性”和“优化预期管理”，另一方面新增了“坚决防范汇率大起大落风险”的表述，我们认为这或许意味着当前随着人民币快速贬值至去年 10 月份的水平，央行对于外汇市场实施干预的可能性也在增强，未来关注美元兑人民币汇率的转向。

金融体系

原文

（二季度）构建金融有效支持实体经济的体制机制，**落实好加大力度支持科技型企业融资行动方案**，引导金融机构增加制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系。

（一季度）构建金融有效支持实体经济的体制机制，**完善金融支持科技创新体系**，引导金融机构增加制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系，**努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应**。

解读

在金融体系表述中，央行将表述从之前的“完善金融支持科技创新体系”转向了“落实好加大力度支持科技型企业融资行动方案”，显示出对于金融支持科技创新进入到了具体实施的阶段。同时央行删去了“努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应”的表述，意味着金融对民营企业的支持可能在结构和节奏上存在一定的差异。

绿色金融体系

原文

（二季度）以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。

(一季度) 以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。

解读

没有变化。

消费金融

原文

(二季度) 优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务，继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度。

(一季度) 优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务，继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度。

解读

没有变化。

房地产

原文

(二季度) 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，[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[建立房地产业发展新模式](#)。

(一季度) ~~有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况~~，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](#)，加快完善住房租赁金融政策体系，推动[房地产业向新发展模式平稳过渡](#)。

解读

央行对于房地产的表述更为简洁。一方面删去了“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”，另一方面增加了“促进房地产市场平稳健康发展”和“建立房地产业发展新模式”的表述⁴。

⁴ 来源于 2023 年 4 月政治局会议：https://www.gov.cn/yaowen/2023-04/28/content_5753652.htm

平台企业

原文

（二季度）引导平台企业金融业务规范健康发展，提升平台企业金融活动常态化监管水平。

（一季度）引导平台企业金融业务规范健康发展，提升平台企业金融活动常态化监管水平。

解读

没有变化。

金融开放

原文

（二季度）推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。

（一季度）推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。

解读

没有变化。

货币政策

原文

(二季度)会议强调,要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导,全面贯彻落实党的二十大、中央经济工作会议和全国“两会”精神,按照党中央、国务院的决策部署,坚持稳中求进工作总基调,牢牢把握高质量发展首要任务,扎实推进中国式现代化,完整、准确、全面贯彻新发展理念,加快构建新发展格局,更好统筹质的有效提升和量的合理增长,推动经济运行持续整体好转。坚持“两个毫不动摇”,打好宏观政策、扩大需求、改革创新和防范化解风险组合拳,把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来,把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来,进一步加强部门间政策协调,充分发挥货币信贷政策效能,兼顾好内部均衡和外部均衡,统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解,为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。

(一季度)会议强调,要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导,全面贯彻落实党的二十大、中央经济工作会议和全国“两会”精神,按照党中央、国务院的决策部署,坚持稳中求进工作总基调,牢牢把握高质量发展首要任务,扎实推进中国式现代化,完整、准确、全面贯彻新发展理念,加快构建新发展格局,更好统筹质的有效提升和量的合理增长,推动经济运行持续整体好转。坚持“两个毫不动摇”,打好宏观政策、扩大需求、改革创新和防范化解风险组合拳,把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来,进一步加强部门间政策协调,充分发挥货币信贷政策效能,兼顾好内部均衡和外部均衡,统筹金融支持实体经济与防风险,为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。

解读

央行增加了“把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来”⁵的表述,将“统筹金融支持实体经济与防风险”的表述具体化为“统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解”⁶。

⁵ 同上

⁶ 同上

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com