

南华宏观研究团队周度报告 2023年二季度货币政策例会点评

核心观点：

本次货币政策例会关注以下三点：1、三、四季度货币政策可能会加大宏观调控力度。短期来看央行降准的概率可能不高，贷款利率未来有一定的下行区间，但存在一定的制约。2、从汇率层面来看，相较于前期，近期逆周期因子显著提升，后续需持续关注央行的态度。3、当前优质头部房地产风险有所化解，资产负债情况有所改善，后续保交楼的政策力度可能加强。

南华期货研究所
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290号

曹扬慧：
投资咨询证号：Z0000505

潘响：
期货从业证号：F03107845

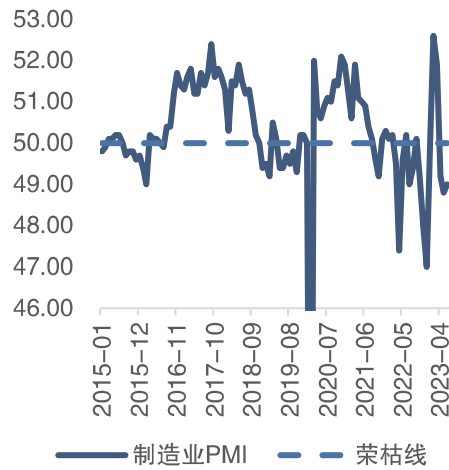
风险提示 货币政策超预期

1. 2023 年二季度货币政策委员会例会点评

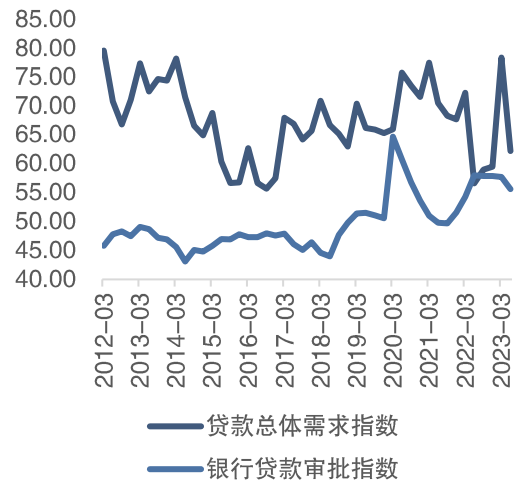
中国人民银行货币政策委员会召开2023年第二季度（总第101次）例会。相较于一季度，二季度货币政策例会，重点关注以下几点：

（1）从政策定调来看，本次货币政策例会修改措辞，加上了“加大宏观政策调控力度”、“加大逆周期调节力度”等字眼。二季度PMI持续位于荣枯线以下，实体贷款需求有所下降，工业企业利润同比持续为负，二季度国内经济也正如货币政策例会对国内经济的总结“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。”因此，二季度货币政策例会透露出三季度可能会加大宏观调控力度。

图 1.1 制造业 PMI 持续位于荣枯线以下 图 1.2 贷款需求出现下滑

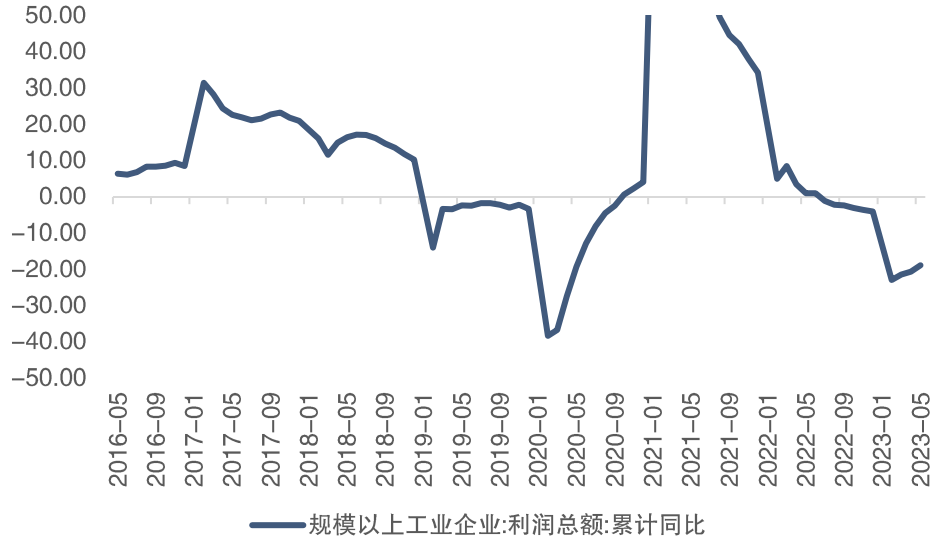


数据来源：iFinD 南华研究



数据来源：iFinD 南华研究

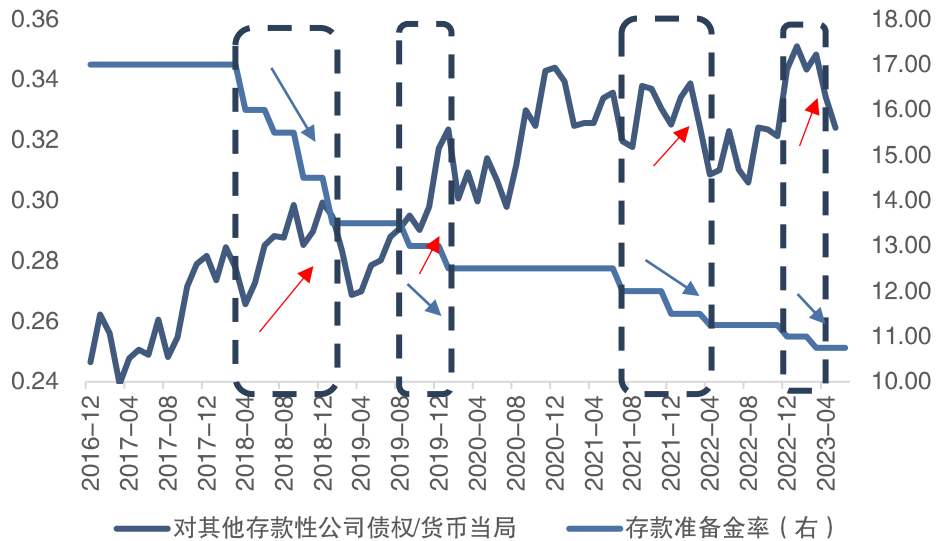
图 1.3: 工业企业利润持续为负 (%)



资料来源: iFinD 南华研究

那么, 未来降准的概率高么? 从其他存款性公司占总资产的比例来看, 历年央行降准基本是在其他存款性公司占总资产的比例提高的情况下发生, 因此, 二季度其他存款性公司占总资产的比例开始下滑, 并且处于2022年9月以来的低点, 短期来看央行降准的概率可能不高。

图 1.4: 短期降准概率可能不高 (%)

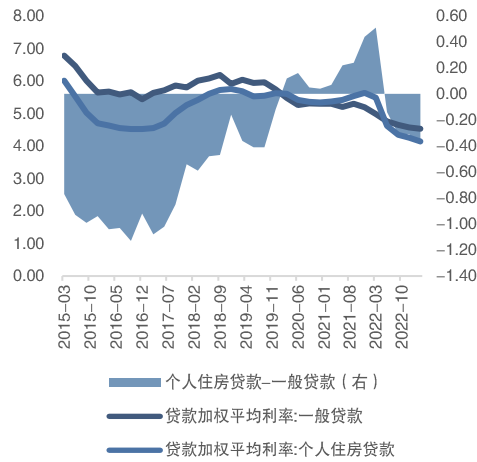


资料来源: iFinD 南华研究

贷款利率还会进一步下调么? 从利率传导机制的角度来看, 本次货币政策例会将会“推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”改为“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”。从降低企业融资成本的角度来看, 2018年至2021年年末, 个人住房贷款利率与一般贷款利率差额逐步走阔, 主要是当时降成本工作聚焦

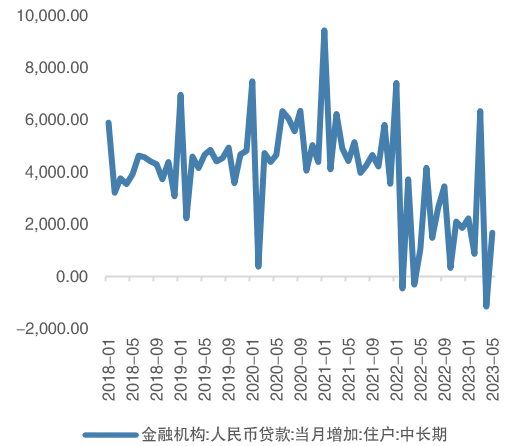
于解决中小位企业贷款风险溢价较高问题。而2022年至今，个人住房贷款与一般贷款差呈现下行趋势，这是由于地产调控政策从需求端发力，个人贷款利率逐步下调。参考当前个人住房贷款利率，一般贷款利率仍处于相对较高水平，未来有一定的下行区间，但各类商业银行净息差持续回落，这也使得实体贷款利率的下调存在一定的制约。从个人融资的角度来看，当前居民端新增中长期贷款处于5年内相对较低水平，并且收入感受及信心指数较1月份明显下滑，居民部门加杠杆意愿偏弱，使得央行在本次的货币政策的描述中强调推动居民信贷成本稳中有降。

图 1.5 利率差额持续为负 (%)



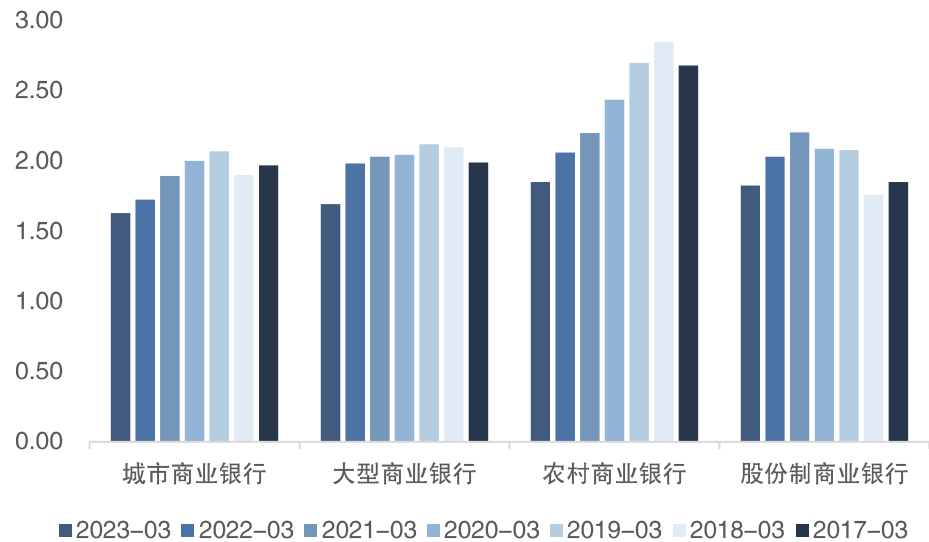
数据来源: iFinD 南华研究

图 1.6 居民中长期新增贷款处于历史低位



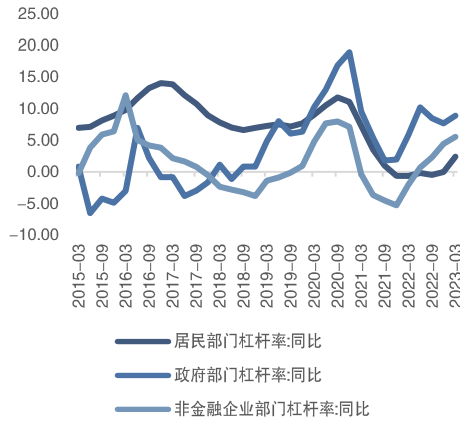
数据来源: iFinD 南华研究

图 1.7: 各类商业银行净息差持续回落 (%)



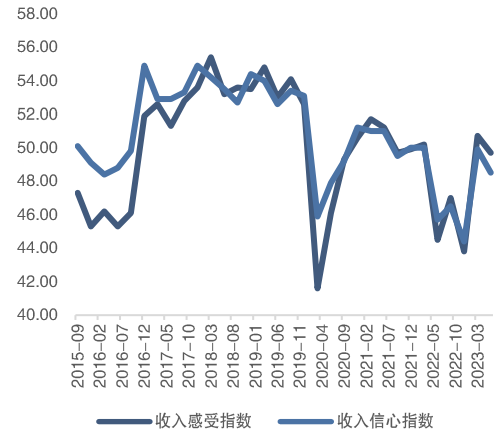
资料来源: iFinD 南华研究

图 1.8 居民加杠杆意愿偏弱



数据来源: iFinD 南华研究

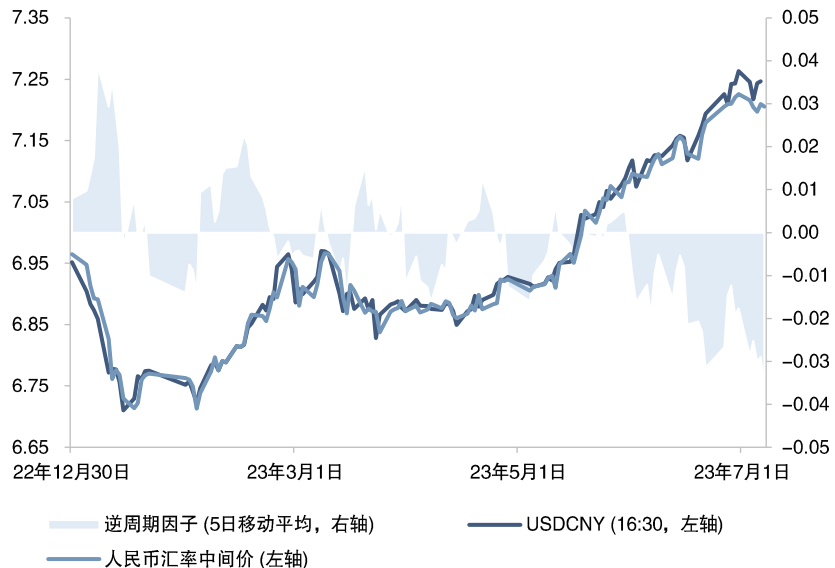
图 1.9 居民收入明显下滑



数据来源: iFinD 南华研究

(2) 从汇率层面来看, 本次货币政策例会删除了一季度的“弹性增强”, 增加了“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”。将汇率弹性增强的表述删除, 也表明央行对当前的汇率水平开始有所关注, 并且也开始逐步引导汇率趋于稳定。本周南华测算的逆周期因子显示央行对人民币汇率中间价的态度偏调升, 2023年7月7日, 逆周期因子的调整幅度为负455个基点, 相较于前期, 近期逆周期因子显著提升, 后续需持续关注央行的态度。

图 1.10: 逆周期因子显示央行对人民币汇率中间价的态度偏调升



资料来源: 彭博 南华研究

(3) 从房地产层面来看, 与一季度房地产表述相比, 去除了“有效防范化解优质头部房企风险, 改善资产负债状况”, 表明当前优质头部风险有所化解, 资产负债情况有所改善。同时, 增加了在一季度中删除的“保交楼贷款支持计划”, 住建部部长也在6月26日与中国银行的会议中提到保交楼“希望进一步加大工作力

度”，后续保交楼的政策力度可能加强。

综上，本次货币政策例会关注以下三点：1、三、四季度货币政策可能会加大宏观调控力度。短期来看央行降准的概率可能不高，贷款利率未来有一定的下行区间，但存在一定的制约。2、从汇率层面来看，相较于前期，近期逆周期因子显著提升，后续需持续关注央行的态度。3、当前优质头部房地产风险有所化解，资产负债情况有所改善，后续保交楼的政策力度可能加强。

图 1.11：例会话术对比

	一季度例会	二季度例会
前期评价	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。	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。
国内外经济金融形势分析	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。国内经济呈现恢复向好态势，但恢复的基础尚不牢固。	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。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。
政策定调	要精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节	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。
货币政策	更好发挥货币政策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。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。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。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。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。	发挥货币政策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。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。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激励的引导作用，有效带动激发民间投资。关注物价走势边际变化，保持物价水平基本稳定。保持再贷款再贴现工具的稳定性，继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。
银行业	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。	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。
利率传导机制	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。	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。
汇率	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。以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。	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的融资行动方案，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。以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。
实体经济	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。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。	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。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，推动建立房地产业新发展模式。
消费金融	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。	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。
平台经济	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。	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。
金融开放	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。	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。
展望		

资料来源：中国人民银行 南华研究

2. 一周大类资产涨跌

表 2.1: 股指走势

股指	本周涨跌幅	上周涨跌幅	本月涨跌幅	本年涨跌幅
上证50指数	-0.10%	-1.07%	-0.10%	-5.53%
沪深300指数	-0.44%	-0.56%	-0.44%	-1.19%
中证500指数	-0.62%	0.13%	-0.62%	1.66%
中证1000指数	-1.22%	0.82%	-1.22%	3.82%
国证成长	-1.18%	0.15%	-1.18%	-7.32%
国证价值	-0.07%	0.30%	-0.07%	4.70%

数据来源: iFinD 南华研究

表 2.2: 国债收益走势

国债到期收益率	本周涨跌	上周涨跌	本月涨跌	本年涨跌
1年	-6	-3	-6	-32
10年	-3	-3	-1	-19
2年	-1	-5	-1	-22
5年	5	-5	0	-21
30年	-10	-3	-1	-18

数据来源: iFinD 南华研究

表 2.3: 利差趋势

利差	本周涨跌幅	上周涨跌幅	本月涨跌幅	本年涨跌幅
期限利差	7	-1	7	13
信用利差	-6	3	-6	-39

数据来源: iFinD 南华研究

注: 期限利差由 10 年期减 1 年期国债收益率获得, 信用利差由 3 年期 AA+企业债收益率减 3 年期国债收益率获得。

表 2.4: 大宗商品走势

大宗商品	本周涨跌幅	上周涨跌幅	本月涨跌幅	本年涨跌幅
RJ/CRB商品价格指数	-0.03%	-0.38%	-0.03%	-5.70%
伦敦金	-0.18%	-0.96%	-0.18%	5.24%
中级轻质原油(WTI)	1.59%	2.54%	1.59%	-10.45%
布伦特原油	0.64%	2.58%	0.64%	-7.00%
LME铜	0.65%	-3.30%	0.65%	-1.28%

数据来源: iFinD 南华研究

注: 截止日期为 2023.07.07 日

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司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。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093



南华期货营业网点

