

中国人民银行、国家外汇管理局 2023 年下半年工作会议要点解读

王青 李晓峰 冯琳

事件：2023 年 8 月 1 日，中国人民银行、国家外汇管理局召开 2023 年下半年工作会议。我们做如下要点解读：

这次工作会议体现了在当前经济运行面临新的困难挑战背景下，央行、外汇局对 7 月 24 日中央政治局会议精神的具体落实。

首先，在下半年货币政策取向方面，央行强调要“综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、绿色发展和中小微企业发展，着力增强新增长动能。继续深化利率市场化改革，促进企业综合融资成本和居民信贷利率稳中有降。”总量政策工具方面，考虑到下半年物价还会持续处于温和偏低水平，我们预计货币政策在降息降准方面都有空间。其中，着眼于支持银行在三季度加大信贷投放力度，降准有可能在 9 月底之前落地，MLF 利率则有望在四季度下调。这些都是下半年保持市场流动性合理充裕，降低实体经济融资成本的有效措施。

与此同时，下半年针对小微企业等国民经济薄弱环节，以及科技创新、绿色发展等重点领域，结构性货币政策工具将重点发力，在 6 月上调支农支小再贷款再贴现额度 2000 亿元的基础上，其他政策工具额度也有上调空间。需要指出的是，下半年结构性货币政策工具对房地产行业的支持力度将进一步加大。在延续实施保交楼贷款支持计划、房企纾困专项再贷款的基础上，不排除三季度增加额度、乃至推出新的定向支持工具的可能。当前的重点是推动现有两项政策工具有效实施。

在我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势下，过去在市场长期过热阶段出台的政策存在边际优化空间，其中下半年金融货币政策在引导居民房贷利率下行方面将发挥主导作用。本次会议提出，“因城施策精准实施差异化住房信贷政策，继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行，更好满足居民刚性和改善性住房需求。指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。”

我们判断，下半年在政策利率（MLF 操作利率）存在下调空间的同时，5 年期以上 LPR 报价有可能单独下调；在首套房贷利率灵活调整机制建立后，下半年也不排除建立二套房贷利率灵活调整机制的可能。这些措施都能更好满足居民刚性和改善性住房需求。

我们认为，若下半年存量房贷利率较大幅度下调，将是 2021 年三季度房地产行业政策转向以来推出的最强有力的措施，将释放坚定的稳楼市信号。这会在很大程度上改善楼市预期，推动房地产行业在下半年尽快实现软着陆，进而提振经济复苏内生动能，有效控制重大经济社会风险。

具体而言，存量房贷利率下调将减轻购房者利息负担，有利于促消费、扩投资。更为重要的是，这会收窄新、老房贷利差，缓解“提前还贷潮”、“转贷降息”现象，稳定房贷市场秩序，并为新发放居民房贷利率进一步下调拓展空间。

2022年5年期LPR报价下调0.35个百分点，这意味着绝大多数（约占99%左右）的存量房贷利率也会下调0.35个百分点；而同期新发放居民房贷利率下调幅度达1.37个百分点（从2021年12月的5.63%降至2022年12月的4.26%），这意味着2022年新、老房贷利差扩大逾1个百分点，是触发“提前还贷潮”和“转贷降息”现象的主要原因。

可以看到，此前曾经出现过存量房贷利率下调的先例。2008年10月，央行决定将商业性个人住房贷款利率的下限由贷款基准利率的0.85倍扩大至0.7倍；最低首付款比例调整为20%。随后，多家银行宣布对符合条件的存量房贷利率从8.5折降到7折。此项政策对扭转当时楼市下滑势头起到了关键作用。

我们判断，未来无论是通过变更合同约定，还是贷款置换，下调存量房贷利率不存在实质性障碍，完全可以在政策引导下有序进行，如针对不同存量房贷利率，设置差异化的折扣比例或降点幅度等。对于银行在利息方面的损失，可通过引导银行适度下调存款利率等方式部分弥补。我们判断，存量房贷利率下调有望在三季度启动；为维护房贷市场秩序，如果采用贷款置换方式，将限于本行，不会鼓励跨行“转按揭”。目前最大的不确定性是利率下调幅度。我们判断总体上有可能在0.5至1.0个百分点左右。

人民币汇率方面，央行提出要“加强和改善外汇政策供给，维护外汇市场稳健运行”。我们判断，下半年无论以美联储利率调整为代表的外部金融环境如何变化，央行都会将保持货币政策独立性放在头等重要位置，同时通过政策工具防范人民币大起大落，跨境资金流动大进大出。

就人民币汇率走势而言，主要影响因素有两个：一是比价效应下，美元指数波动带来的被动升值压力；二是国内经济基本面走势对汇率预期的影响。展望下半年，在美元加息进入尾声、美国经济存在衰退可能的前景下，未来一段时间美元指数易降难升，人民币被动贬值压力总体上趋于缓解。

更为重要的是，当前人民币走势主要受国内经济预期驱动。我们判断，接下来一批稳增长政策还会陆续推出，伴随三季度经济增长动能转强，人民币市场情绪有望延续改善势头。综合各类因素判断，人民币贬值压力最大的阶段可能已经过去，下半年总体上将转入双向波动状态，不排除伴随经济复苏动能转强而出现阶段性反弹的可能。

央行提出要“加强和改善外汇政策供给”。我们认为这是指若下半年人民币汇率出现在合理均衡水平之外大起大落的势头，监管层除了在7月出手引导境内美元存款利率下调、上调跨境融资宏观审慎调节参数（鼓励资本流入）之外，还可适时宣布重新引入“逆周期因子”（调节人民币中间价），

下调外汇存款准备金率（增加境内银行体系美元流动性）、下调境内企业境外放款的宏观审慎调节系数（控制资本外流）、上调外汇风险准备金率（减少企业和个人远期购汇需求，遏制贬值预期），通过在离岸市场发行央票、阶段性收紧离岸市场人民币流动性（增加做空人民币成本），乃至创设新的外汇及跨境资金流动宏观审慎管理政策工具。总的目标是适时释放政策信号，有效引导市场预期，遏制汇市非理性行为及“羊群效应”聚集，同时保持人民币汇率弹性，有效发挥弹性汇率对宏观经济、国际收支平衡的自动稳定器作用。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。