

投资要点

- ◆ **加大宏观调控力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，8月降息之后，我们预计年内仍有降准降息空间。** 人民银行于8月17日晚间公布了二季度《货币政策执行报告》。在货币政策立场方面，本次透露出较一季度更加偏松的货币政策意图。强调“国际政治经济形势复杂严峻”以及“一些企业经营困难、重点领域风险隐患较多等挑战”，删除了可能引发市场偏紧预期的对国内外通胀风险分析。删除“总量适度，节奏平稳”，改为“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”，增加了“加大宏观政策调控力度”的要求，并进一步强调“综合运用多种货币政策工具”的提法，从而为“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”保持较多的货币政策工具选项。报告“**专栏2 金融支持宏观经济回升向好**”中对市场理解偏紧的“把好货币供给总闸门”表述进行了澄清；指出上半年M2、社融增速明显高于名义GDP增速是疫情防控刚放开时金融数据领先于经济数据的“合理现象”，并强调下一阶段将“加强逆周期调节和政策储备，着力扩大内需、提振信心、防范风险”。
- ◆ **本次报告关注到银行业净息差与可持续的信用扩张能力之间的正相关关系，我们维持并强调年底前1Y LPR的潜在下调空间大于5Y的预测。**“**专栏1 合理看待我国商业银行利润水平**”中首次为商业银行合理的净息差水平“正名”，指出我国商业银行净息差处于下降趋势，当前仅为1.74%，美国银行净息差“接近我国的两倍”。此外，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”，其中前者是“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”，近年来六大国有商业银行净利润中“约2/3用于留存补充核心一级资本”。事实上，除专栏中详细阐述的第一项用途之外，国有大行向大股东实施的分红也构成财政收入的重要稳定支持性来源，因此我们长期强调商业银行（特别是系统重要性银行）净息差对维持信用派生能力的极端重要性。2022年5Y LPR下调幅度明显大于1Y，由于后者与存款利率关联度更高，直接导致净息差大幅收缩。专栏1强调“需进一步发挥银行服务实体经济重要作用，畅通经济金融良性循环”，“银行信贷风险暴露需要一段时间，应有一定的财力准备和风险缓冲”，与我们一直强调的向1Y LPR/MLF倾斜的降息预期是一致的。**维持8月1Y LPR下调15BP，5Y LPR下调10BP或15BP；预计四季度1Y LPR和MLF利率再下调15BP，5Y LPR再下调5-10BP；预计年底前7天逆回购利率再降0-10BP的预测不变。维持9月降准50BP、12月降准25BP的预测不变。**
- ◆ **坚决防范汇率超调风险，必要时进行纠偏，或意味着央行决心在加大货币政策调控力度的同时使用非常态化手段稳定市场汇率预期。**8月MLF利率下调后人民币出现较大幅度的贬值，本次报告中删除“增强人民币汇率弹性，优化预期管理”，改为“综合施策、稳定预期”，“坚决防范汇率超调风险”，“必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏”，资本账户开放度有限、外储仍超3万亿美元的情况下，央行有充足空间实施非常态化的汇率干预行动，**预计年内CNY在7.2附近窄幅波动。**
- ◆ **房地产政策需求侧再强调“用好因城施策工具箱”，供给侧删除了对“满足行业合理融资需求，改善资产负债状况”的表述，未出现与存量房贷利率下调有关的内容。**
- ◆ **风险提示：美联储加息力度超预期风险。**

分析师

张仲杰

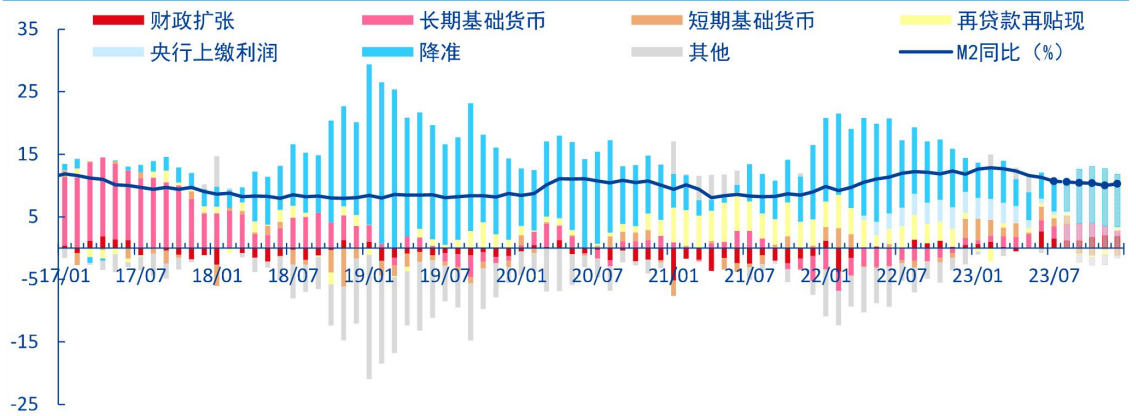
 SAC执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.cn
 021-2037709900

相关报告

- 经济数据点评（2023.7）-地产、投资、可选消费普遍阶段性走弱 2023.8.15
- 人民银行货币政策操作点评（8.15）-降息如期而至，年内降准降息仍有空间 2023.8.15
- 华金宏观·双循环周报（第21期）-中美通胀、利率、房地产市场对比 2023.8.13
- 金融数据速评（2023.7）-坚持底线思维，期待大幅降准 2023.8.11
- CPI、PPI点评（2023.7）-内需基本见底，刺激政策侧重可持续性 2023.8.9



图 1: M2 同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 2: R007 及政策利率体系 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn