

# 二季度货政执行报告点评

## 宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）  
 majieying@gjzq.com.cn

## 稳增长，货币关注什么？

### 事件：

8月17日，央行发布2023年二季度货币政策执行报告。

### 央行对国内经济研判中性、但并未通缩，强调对未来经济要有耐心和信心

央行对国内经济判断中性，强调经济恢复是波浪式、曲折式，要有耐心和信心。二季度报告指出，“国民经济有望持续好转”，较一季度“经济增长好于预期”更偏中性，同时强调，当前仍然面临收入预期不稳、民间投资信心不足、地方财政收入平衡压力加大等问题。但经济修复是个曲折式的过程，要有耐心和信心，下半年来看，经济循环不断通畅，新能源、高技术服务业等新动能成长壮大，叠加政策效应的持续显现，或推动经济持续恢复。

政策对通胀关注度依然较高、强调“没有通缩风险”。报告指出，上半年物价震荡走低，主要是需求恢复时滞和基数效应导致的阶段性现象，并非通缩。下半年也不会有通缩风险，供需改善的有利因素在增多、大宗消费和服务消费逐步回升等，CPI预计于8月开始逐步回升，与我们在《物价》拐点“已现”中的观点一致。

### 政策强调加大宏观调控力度、保持“精准有力”，信贷强调“节奏平稳”、加大结构性引导

政策基调强调“加大宏观政策调控力度”、保持“精准有力”。相较于一季度，二季度报告在“下一阶段政策思路”中，新增“加大宏观政策调控力度”、延续强调“精准有力”，或指向稳增长加力货币支持有望保持力度，不排除年内降准、降息的可能，结构性政策工具也或有加力空间。与二季度报告中删除“总量适度、节奏平稳”，及后文中“对于结构性矛盾仍然突出的领域，可延续实施期限，必要时还可再创设新工具”等相互印证。

信贷政策强调“总量适度、节奏平稳”，加大对小微、科技型等企业结构性支持力度。与一季度报告一致的是，强调增强信贷总量增长的稳定性和可持续性，提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率。操作层面上，更加侧重于保持对小微企业的融资支持力度、“保企业保就业”，提升金融机构服务对科技型企业的意愿和能力等。

### 其他：稳汇率关注度提升，防风险依然是政策重心、尤其是地产、地方债务等领域

二季度报告对汇率着墨较多、并设专栏，强调“坚决防范汇率超调风险”等。报告在政策基调、深化利率汇率市场化改革两个板块，均强调要“坚持市场供求为基础...的浮动汇率制度”，综合施策、稳定预期；同时，也指出必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏，“坚决防范汇率超调风险”等。并设专栏指出，有充足的政策工具储备维护外汇平稳。政策对防风险的关注度依然较高、尤其是地产、地方债务等领域。相较于一季度报告，二季度删除“房住不炒”、“不将地产作为短期刺激经济的手段”等，更多强调保持房地产融资平稳有序，用好“因城施策工具箱”满足居民住房需求等，或指向“稳地产”力度有所加大。同时，对于地方债务的关注度也相对较高，经济形势判断中的“地方财政收支平衡压力加大”、政策基调中“支持地方债务化解工作”、及文末“密切关注重点领域风险”等多处均有涉及。

### 风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

图表1: 2023年二季度与2023年一季度货币政策执行报告主要内容比较

	2023Q1	2023Q2
<b>经济形势分析</b>	<p>我国经济增长好于预期。2023年以来,我国社会全面恢复常态化运行,需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解...展望未来,经济延续复苏态势有利条件...当前外部环境更趋复杂严峻,国内经济内生动力还不强、需求仍然不足...主要央行政策紧缩效应显现,国际金融市场波动加剧,不稳定、不确定、难预料因素较多。从国内看,疫情“后遗症效应”尚未消退,居民收入预期还在恢复,青年人就业压力较大,消费复苏动能的可持续性面临挑战,政府投资拉动社会投资仍存制约,全球经济增长放缓也可能使外需持续承压...<b>综合施策释放内需潜能,多措并举促进外贸规模优化结构,推动经济运行持续整体好转。</b></p> <p>物价水平温和上涨,下半年可能逐步回升...当前我国还处于恢复发展过程中,有效需求不足仍是主要矛盾,二季度CPI涨幅可能继续保持低位;随着政策效果持续显现,市场需求稳步恢复,供需缺口趋于弥合,对价格的带动会逐步增强,加之基数效应消退,下半年通胀中枢有望温和回升,CPI可能逐步向往年均值水平靠拢。</p>	<p>国民经济有望持续好转...下半年经济持续恢复有坚实基础,一是经济循环不断畅通,随着居民收入增长回升,消费场景改善...形成扩大内需的“正反馈”。二是新动能成长壮大,1-6月以新能源、高技术服务业为代表的投资增速都在两位数以上,相应领域产销有望继续保持快速增长。三是政策效应持续显现,已投放的政策性开发性金融工具资金将继续带动形成实物工作量,基建投资对经济增长的支持作用持续稳固发挥...当前外部环境复杂严峻,国内经济运行也面临新的困难挑战...地摊经济持续升温,世界经济逆全球化风险上升;发达经济体本轮加息对全球经济金融的累积效应还将持续显现...从国内看,居民收入预期不稳,消费恢复还需时间,民间投资信心不足,一些企业经营困难,部分行业存在生产外迁现象,地方财政收支平衡压力加大...经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程,要有耐心 and 信心,要继续全面深化改革开放,着力扩大内需、提振信心、防范风险,推动经济运行持续好转。</p> <p>物价有望触底回升...当前我国没有出现通缩...下半年也不会有通缩风险,供需条件改善的有利因素还在增多,居民收入增长持续恢复,消费意愿稳步回暖,大宗消费和服务消费逐步回升,综合来看,物价涨幅大概率已处于年内低位...预计8月开始CPI有望逐步回升,全年呈U型走势...</p>
<b>政策基调</b>	<p>稳健的货币政策要精准有力,总量适度,节奏平稳,搞好跨周期调节...着力支持扩大内需,为实体经济提供有力、稳固支持,兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡,提升支持实体经济的可持续性。关注物价走势边际变化,引导稳定社会预期...发挥存款利率市场化调整机制的重要作用,保持利率水平合理适度,结构性货币政策工具“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,运用好实施期内的阶段性工具...统筹金融支持实体经济与风险防范,强化金融稳定保障体系,防范境外风险向境内传导,守住不发生系统性金融风险的底线...</p>	<p>加大宏观政策调控力度...充分发挥货币信贷效能,不断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...稳健的货币政策要精准有力,更好发挥货币政策的总量和结构双重功能,稳固支持实体经济恢复发展。综合运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕...持续发挥贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制的重要作用,促进企业融资和居民信贷成本稳中有降;结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”,持续加大对小微企业、科技创新、绿色发展等支持力度。适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势,适时调整优化房地产政策...发挥好金融在促消费、稳投资、扩内需中的积极作用,保持物价水平基本稳定,坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节的浮动汇率制度,综合施策、稳定预期,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定,坚决防范汇率超调风险。切实防范化解重点领域金融风险,统筹协调金融支持地方债务风险化解工作...</p>
<b>政策展望</b>	<p>保持货币信贷总量适度、节奏平稳...引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度,按照市场化、法治化原则满足实体经济有效融资需求,增强信贷总量增长的稳定性和可持续性...密切关注国内外经济金融形势和主要央行货币政策变化...</p> <p>结构性货币政策聚焦重点、合理适度、有进有退...实施好碳减排支持工具和支农支小再贷款专项再贷款,支持符合条件的金融机构为具有显著减排效益的重点项目和煤炭煤电的清洁高效利用提供优惠利率资金,继续实施普惠养老、交通物流等专项再贷款政策,推动房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划落地生效...持续发挥政策性开发性金融工具的作用,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。</p> <p>牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段,坚持稳地价、稳房价、稳预期,稳妥实施房地产金融审慎管理制度,扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作,满足行业合理融资需求,推动行业重组并购,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,加快完善住房租赁金融政策体系,促进房地产市场平稳健康发展,推动建立房地产业新发展模式。</p> <p>深化利率汇率市场化改革,以我为主兼顾内外平衡...继续推进利率市场化改革,完善中央银行政策利率体系,健全市场化利率形成和传导机制,引导市场利率围绕政策利率波动...坚持市场在汇率形成中起决定性作用,增强人民币汇率弹性,发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能,加强预期管理,坚持底线思维,做好跨境资金流动的监测分析和风险防范,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定...</p> <p>持之以恒做好风险防范化解...丰富宏观审慎政策工具箱,稳步扩大宏观审慎政策覆盖面...密切关注重点领域风险,继续按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针,统筹发展和安全,压实金融风险处置各方责任,压降存量风险、严控增量风险...发挥好存款保险功能,稳步开展早期纠正,推动风险早识别、早预警、早纠正、早处置。发挥存款保险市场化、法治化处置平台作用,支持重点区域和机构风险化解...</p>	<p>保持货币信贷总量适度、节奏平稳...支持金融机构按照市场化法治化原则满足实体经济有效融资需求,增强信贷总量增长的稳定性和可持续性,保持货币供应量和金融规模同名义经济增速基本匹配,着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率,密切关注主要央行货币政策变化,加强对流动性形势和金融市场变化的分析监测...</p> <p>结构性货币政策聚焦重点、合理适度、有进有退...实施好普惠小微贷款支持工具,保持对小微企业的金融支持力度,支持企业保就业...落实好支持科技型中小企业融资行动方案,巩固科技创新再贷款政策牵引带动作用,进一步提升金融机构服务科技型企业的意愿和能力...对结构性矛盾仍然突出的领域,可延续实施期限,必要时还可再创设新工具。</p> <p>保持房地产融资平稳有序,加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度,延续实施保交楼贷款支持计划至2024年5月末,稳步推进租赁住房贷款支持计划在试点城市落地,因城施策用好政策工具箱,更好满足居民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。</p> <p>深化利率汇率市场化改革,以我为主兼顾内外平衡...多措并举推动企业综合融资和居民信贷成本稳中有降...坚持市场在汇率形成中起决定性作用,发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能,加强预期管理,坚持底线思维,做好跨境资金流动的监测分析和风险防范,必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏,坚决防范汇率超调风险...</p> <p>持之以恒做好风险防范化解...丰富宏观审慎政策工具箱,稳步扩大宏观审慎政策覆盖面...密切关注重点领域风险,统筹协调金融支持地方债务风险化解工作,稳步推动高风险中小金融机构改革化险...统筹发展和安全,压实金融风险处置各方责任,压降存量风险、严控增量风险,强化金融稳定保障体系,完善金融稳定立法和金融稳定保障基金制度,继续健全金融稳定监测评估框架,优化央行评级、监测预警、压力测试工作框架,切实防止金融风险累积、扩散。</p>

来源: 中国人民银行、国金证券研究所

## 风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地,资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复,对项目开工、线下活动等抑制加强。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402