

2023年08月18日

降息后增量政策落地可期——Q2 央行货币政策报告

宏观研究团队

点评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：2023年8月17日央行发布《2023年第二季度中国货币政策执行报告》（后文简称《报告》）。

● **经济：国内经济趋好转，但内需不足；海外经济修复中，关注通胀回落速度**
国内外宏观形势方面，《报告》指出海外经济延续恢复，但仍需关注通胀回落速度、货币政策不确定性等问题；国内经济趋好转，但存在内需不足、产业外移、地方财政收支平衡压力等问题。最后，强调经济恢复的曲折性，“要有耐心、有信心”，继续促改革、稳增长、提信心、防风险。

● **货币&信贷政策：稳增长重要性提升，总量与结构同时发力**
货币政策方面，稳增长的重要性提升，总量政策或发挥更大效用，降低经济主体融资成本；支持小微和科技创新领域的结构性政策有望延续或创新。我们认为后续降准降息可期，增量和存量房贷利率有望下调。《报告》新增“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”，删去“总量适度”。体现稳增长重要性提升，降准降息等总量货币政策可适时发挥逆周期调节作用，贷款利率趋于下行。

(1) **结构性政策表述新增“对结构性矛盾突出领域，可延续实施期限，必要时还可再创设新工具”**，在专栏3中，央行明确经济运行中较为突出的结构性矛盾主要是小微企业融资难融资贵问题。因此，对小微企业、民营企业的再贷款、普惠小微贷款支持工具等有可能延期或创新。(2) **信贷方面延续强调综合运用多种政策，维持流动性合理充裕**。新增“着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率”，预计后续金融机构信贷投放力度将逐步回升。

● **汇率：央行汇率管理政策工具箱丰富，坚决防范汇率超调风险**
汇率方面新增“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”，或指向央行对于汇率预期的管理和引导将有所加强。专栏4《人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定》，指出5月以来人民币兑美元贬值，主要受美元走高、国内外汇供求缺口扩大影响。央行强调，人民币不会单边贬值，且货币当局经验和政策工具储备充足。我们曾在《从价格形成机制看人民币汇率决定因素及后续走势》中表示，央行汇率管理政策工具箱丰富多样，例如“喊话”、逆周期因子、外汇存款准备金、外汇风险准备金、离岸央行票据、全口径跨境融资宏观审慎管理等，可以对汇率进行有效管理和引导。我们判断，一方面国内经济企稳回升、美元指数或难有支撑，另一方面央行可能使用一系列政策工具减轻人民币贬值预期和压力，人民币汇率后续难有持续贬值的动力。

● **房地产：供需两端均有积极变化，预计二线、一线地产将陆续放松**
本次报告中对地产的表述总体较为积极，首先，2022年以来首次未提“房住不炒”；其次，强调落实好“金融16条”，引导金融机构加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等支持力度。延续保交楼贷款支持计划至2024年5月底，稳步推进租赁住房贷款支持计划在试点城市落地。最后，再提“因城施策用好政策工具箱”。综合来看，供给端房企融资工具延期、金融16条延续落实，并着重强调金融对住房租赁、城中村改造、保障房的支持。需求端，我们判断二线城市或应放尽放，认房认贷、降房贷利率、限购限售等有望陆续放开；一线城市地产政策也可能边际松动，但核心区偏谨慎。

● **金融风险：重点关注金融方式化解地方债**
《报告》指出，“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”。结合政治局会议的“一揽子化债方案”，我们认为金融手段化债可能是“一揽子化债方案”的一部分。梳理历史化债经验，债务置换、金融机构贷款展期等方案较为典型，我们推测新一轮化债或部分延续过去经验，也要关注是否会研究出台其他新模式。

● **风险提示：**经济超预期下行；政策力度不及预期。

相关研究报告

《从“社零”到“服零”：经济结构观察与长期政策思考——兼评7月经济数据——宏观经济点评》-2023.8.16

《政策进入落地期——815 降息点评——宏观经济点评》-2023.8.15

《金融数据低于预期，政策储备持续释放——宏观经济点评》-2023.8.12

目 录

1、 经济：国内经济趋好转，但内需不足；海外经济修复中，关注通胀回落速度.....	3
2、 物价：下半年不会有通缩风险.....	3
3、 货币&信贷政策：稳增长重要性提升，总量与结构同时发力.....	3
4、 汇率：央行汇率管理政策工具箱丰富，坚决防范汇率超调风险.....	5
5、 房地产：地产政策有望松动，关注住房租赁金融、房地产发展新模式.....	5
6、 金融风险：重点关注金融化解地方债.....	6
7、 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 预计 CPI 和 PPI 同比将回升.....	3
图 2： 预计后续 CPI-PPI 继续下行.....	3
图 3： 居民消费贷款余额同比增速上升.....	4
图 4： 二季度经营性贷款增速放缓.....	4
图 5： 贷款加权平均利率平稳下行.....	4
图 6： 二季度美元兑人民币汇率走高.....	5
图 7： 2022 年以来首次贷政报告未提“房住不炒”.....	6

1、经济：国内经济趋好转，但内需不足；海外经济修复中，关注通胀回落速度

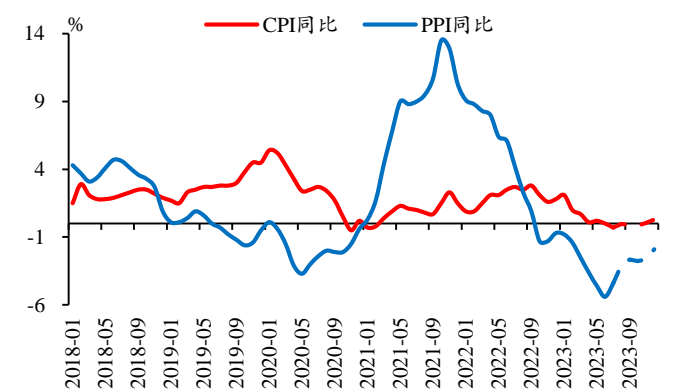
《报告》指出，海外经济延续恢复，但仍需关注通胀回落速度、货币政策不确定性等问题。央行指出，全球主要经济体经济延续恢复势头，加息周期进入尾声。然而，仍有部分问题需要关注：美欧通胀回落至目标水平仍需时间、银行业危机带来的金融稳定风险增加、通胀下行缓慢导致经济体未来货币政策不明朗等。国内经济趋好转，但存在内需不足、产业外移、地方财政收支平衡压力等问题。国内经济有望持续好转，问题主要在于居民收入预期不稳，消费恢复仍慢，民间投资信心不足，一些企业经营困难，部分行业存在生产线外迁现象，地方财政收支平衡压力加大；此外，经济逆全球化风险、海外加息效应仍存潜在影响。最后，强调经济恢复的曲折性，“要有耐心、有信心”，继续促改革、稳增长、提信心、防风险。

2、物价：下半年不会有通缩风险

央行指出，CPI 转负是阶段性现象，供需条件将改善，下半年不会有通缩风险。《报告》认为，6 月 CPI 下行是由需求恢复时滞和基数效应导致，不属于典型通缩。下半年随着居民收入增长恢复、大宗消费和服务消费回升，预计 8 月开始 CPI 将稳步回升，全年呈 U 型；PPI 降幅也会趋于收敛。

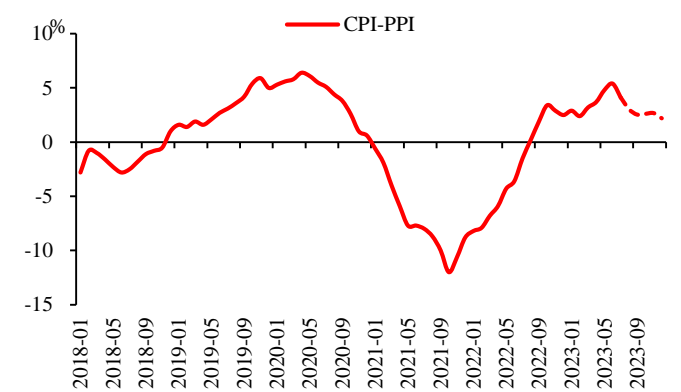
7 月服务与大宗消费 CPI 环比高于季节性，反映居民消费动能有所回暖。我们判断后续 CPI、PPI 同比都将回升，CPI 同比或在四季度由负转正，PPI 同比降幅将逐月收窄。长期看，中美具有共振补库可能性，且国内相关政策将陆续落地，或将提振消费需求，有望带动 CPI、PPI 同比加快回升。

图1：预计 CPI 和 PPI 同比将回升



数据来源：Wind、开源证券研究所 虚线代表预测值

图2：预计后续 CPI-PPI 继续下行



数据来源：Wind、开源证券研究所 虚线代表预测值

3、货币&信贷政策：稳增长重要性提升，总量与结构同时发力

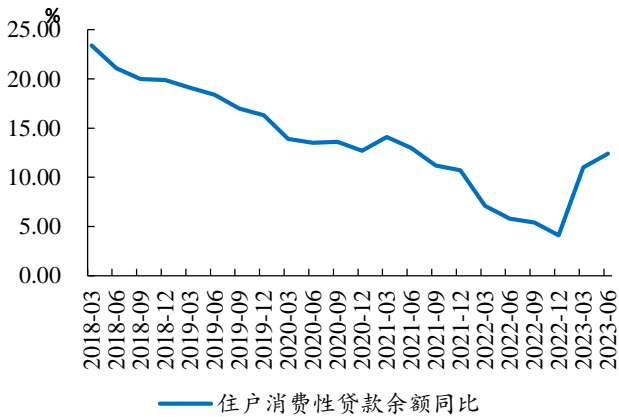
货币政策方面，稳增长的重要性有所提升，总量政策或发挥效用，降低经济主体融资成本；支持小微和科技创新领域的结构性政策有望延续或创新。我们认为后续降准降息可期，增量和存量房贷利率有望下调。

下一阶段货币政策展望中,《报告》比上季度新增“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”,强调“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”,支持实体经济恢复发展。删去“搞好跨周期调节”“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”,体现稳增长重要性提升,降准降息等总量货币政策可适时发挥逆周期调节作用,贷款利率趋于下行。6月新发放贷款加权平均利率为4.19%,与一季度相比有所下行。8.15的超预期降息也验证了货币政策支持稳增长开始发力。

(1) 结构性政策表述新增“对结构性矛盾突出领域,可延续实施期限,必要时还可再创设新工具”,在《专栏3》中,央行明确经济运行中较为突出的结构性矛盾主要是小微企业融资难融资贵的问题。因此,对小微企业、民营企业的再贷款、普惠小微贷款支持工具等有可能延期或创新。再贷款方面新增提出“科技创新再贷款”,指向将加强金融机构对科技型企业融资的支持力度。

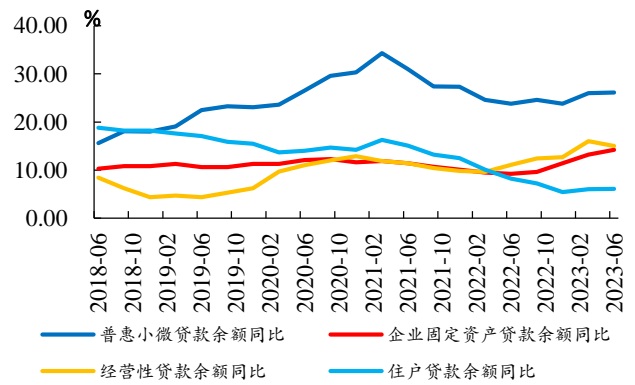
(2) 信贷方面延续强调综合运用多种政策,维持流动性合理充裕。新增“着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率”,并删去“引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度”。7月信贷社融规模回落,预计后续金融机构信贷投放力度将逐步回升,高效率支持实体融资需求。我们判断社融增速将触底回升。

图3: 居民消费贷款余额同比增速上升



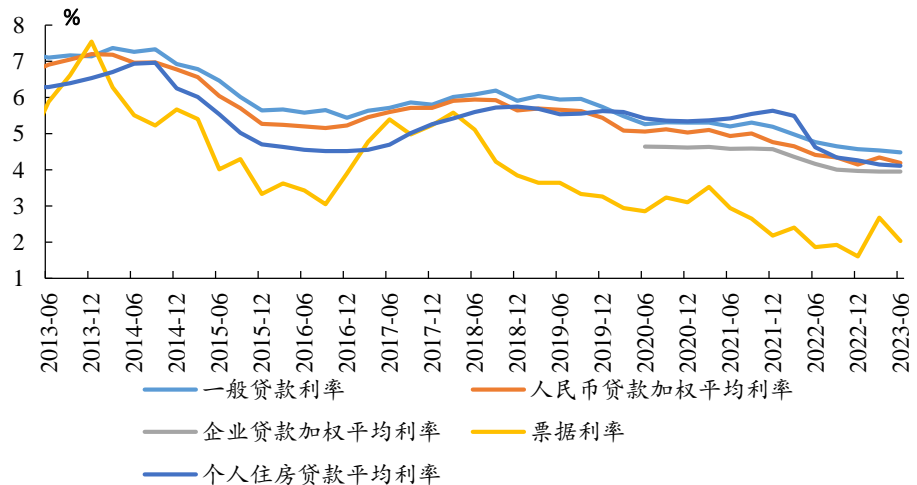
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 二季度经营性贷款增速放缓



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 贷款加权平均利率平稳下行



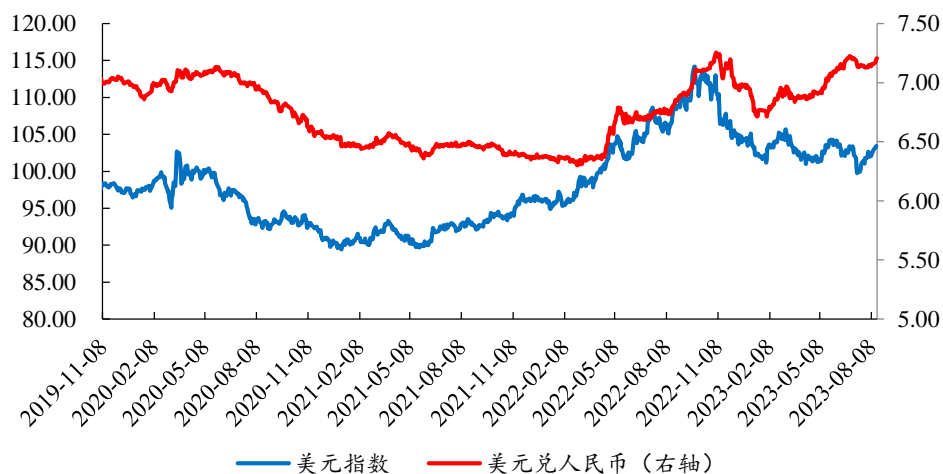
数据来源: Wind、开源证券研究所

4、汇率：央行汇率管理政策工具箱丰富，坚决防范汇率超调风险

汇率方面新增“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”表述，或指向央行对于汇率预期的管理和引导将有所加强。同时，央行专栏4《人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定》认为5月以来人民币兑美元有所贬值，主要受美元走高、国内外汇供求缺口扩大影响，但“当前人民币汇率没有偏离基本面”。央行强调，人民币不会单边贬值，我国经济循环畅通好转后将支撑人民币汇率。央行表示，经验和政策工具储备充足，“有信心、有条件、有能力维护外汇市场平稳运行”。

我们曾在《从价格形成机制看人民币汇率决定因素及后续走势》中表示，我国实行有管理的浮动汇率制度下，央行汇率管理政策工具箱丰富多样，例如“喊话”、逆周期因子、外汇存款准备金、外汇风险准备金、离岸央行票据、全口径跨境融资宏观审慎管理等，可以对汇率进行有效管理和引导。我们判断，一方面国内经济企稳回升、美元指数或难有支撑，另一方面央行可能使用一系列政策工具减轻人民币贬值预期和压力，人民币汇率后续难有持续贬值的动力。

图6：二季度美元兑人民币汇率走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、房地产：地产政策有望松动，关注住房租赁金融、房地产发展新模式

地产方面重要的表述变化较多。首先，与7月政治局会议一样未提“房住不炒”，2019年至今，仅有2019年一、三季度货币政策报告未提“房住不炒”；其次，强调落实好“金融16条”，保持房地产融资平稳有序，引导金融机构加大对住房租赁、城中

村改造、保障性住房建设等支持力度。延续保交楼贷款支持计划至 2024 年 5 月底，稳步推进租赁住房贷款支持计划在试点城市落地。7 月 14 日的国新办发布会上，邹澜司长便提出将“金融 16 条”中两项有适用期限的政策统一延长至 2024 年 12 月底。最后，时隔两个季度再次提出“因城施策用好政策工具箱”，以及顺应政治局会议的“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”。

本次报告中对地产的表述总体较为积极，供给端房企融资工具延期、金融 16 条延续落实，并着重强调金融对住房租赁、城中村改造、保障房的支持。需求端，用好政策工具箱和满足居民刚性和改善性需求指向需求端的积极变化。我们认为，二线城市或应放尽放，认房认贷、降房贷利率、限购限售等有望陆续放开；一线城市地产政策也可能边际松动，但核心区偏谨慎。

图7：2022 年以来首次货政报告未提“房住不炒”

	23Q2	23Q1	22Q4	22Q3	22Q2	22Q1
房地产	落实好“金融 16 条”，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。	牢牢坚持房住不炒，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，推动建立房地产业发展新模式。	牢牢坚持房住不炒，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，改善优质头部房企资产负债状况，因城施策支持刚性和改善性住房需求，做好新市民、青年人等住房金融服务，确保房地产市场平稳发展。	牢牢坚持房住不炒，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，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，推动保交楼专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。	牢牢坚持“房住不炒”，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，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，促进房地产市场健康发展和良性循环。	牢牢坚持“房住不炒”，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，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，加大住房租赁金融支持力度，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场健康发展和良性循环。

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

6、金融风险：重点关注金融化解地方债

《报告》指出，“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”。结合政治局会议的“一揽子化债方案”，我们认为金融手段化债可能是“一揽子化债方案”的一部分，且可能会通过中央统筹。梳理历史化债经验，债务置换、金融机构贷款展期等方案较为典型，我们推测新一轮化债或部分延续过去经验，也要关注是否会研究出台其他新模式。

此外，《报告》“专栏 1”还讨论了商业银行的利润问题，指出商业银行净息差有所下降，补充资本的途径较少，商业银行经营中需保持合理利润和净息差水平，但也要合理看待银行的利润波动。对银行净利润的讨论或与降存量房贷利率有关。“专栏 2”提出，金融数据领先经济数据是实体经济恢复时滞导致，经济修复需要时间，消费和投资将趋于回暖。

7、风险提示

经济超预期下行；政策力度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn