

央行二季度货币政策执行报告点评

货币政策定调偏向积极

北京时间8月17日，央行发布2023年二季度货币政策执行报告。本次报告对于基本面担忧加剧，其中提到的风险点包括“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，部分行业存在生产线外迁现象，地方财政收支平衡压力加大”，较一季度明显增加，因此政策态度也更为积极。从货币政策导向来看，我们认为后续货币政策操作将会更加注重逆周期调节的提前发力，具体来看：1. 下半年逆周期调节力度加大，基础货币投放仍将充足，流动性无虞；2. 8月LPR报价将跟随MLF调整，同时商业银行存款利率也将保持灵活，存在下调空间；3. 央行保汇率态度同样积极，在单边贬值风险较大的情况下，跨境融资宏观审慎调节参数、金融机构外汇存款准备金率等工具均可能投入使用。

- **二季度货币政策执行报告维持宽松预期。**本次报告在货币信贷概况中再提“加大逆周期调节力度”，未提“不搞大水漫灌”，延续了6月以来的政策导向，同时也将一季度“发挥政策效力和激发经营主体活力结合”修改为“加大宏观政策调控力度”，延续了上半年新闻发布会中对于下半年货币政策的具体指引，包括“加大宏观政策调控力度”和“综合运用存款准备金率、中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具”。此外，强调“着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率”，预示着货币政策仍需提前发力，引导经济增长复苏预期。对应加大逆周期调节力度，既然年内第二次降息已经落地，降准这一总量型政策将快速提上日程，其他基础货币投放工具也将发力。
- **价格型工具亦偏积极。**本次报告将“保持利率水平合理适度”修改为“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”，表明下一阶段降低融资成本动作将更为积极。一季度货政报告中央行更多强调缩减原则与居中之道，对比2023年6月与2022年12月新发放贷款加权平均利率可以发现，一般贷款加权平均利率与个人住房贷款加权平均利率分别下行9bp、15bp，与上半年LPR下调幅度基本相当，但企业贷款加权平均利率从去年12月3.97%下降至今年6月3.95%，仅下行2bp，远低于LPR下调幅度，仍有下降空间。随着8月LPR报价跟随MLF继续调整，全社会融资成本还将继续下降。
- **关于汇率稳定的表态更为积极。**关于汇率问题，本次报告将“增强人民币汇率弹性，优化预期管理”修改为“综合施策、稳定预期”、“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”，显示出央行对于汇率稳定的表态更为积极，更加强调防范汇率超调风险。8月以来美元指数走强和国内经济数据不佳叠加，导致人民币新一轮贬值压力出现，但8月15日在汇率压力较大的情况下，央行仍然选择降息，从这一角度来看，可以认为央行在采取逆周期调节政策时保持“以我为主”。
- **汇率管理工具丰富。**当前监管层的“汇率工具箱”主要包括外汇存款准备金率、远期售汇风险准备金率、跨境融资杠杆率、境内企业境外放款宏观审慎调节系数等工具。6月末人民币汇率出现恐慌性贬值后，央行主要使用了跨境融资宏观审慎调节参数工具，7月20日人民银行、国家外汇局将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.5，7月21日人民币汇率预估指数就止跌且大幅回升。
- **风险提示：**全球通胀上行过快；流动性回流美债；地产修复不及预期。

相关研究报告

《7月经济数据点评：静待政策落地生效》
20230815

《8月15日降息点评：社融低迷再次触发超预期降息》20230815

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229353

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

北京时间 8 月 17 日，央行发布 2023 年二季度货币政策执行报告，我们认为以下边际变化值得关注。

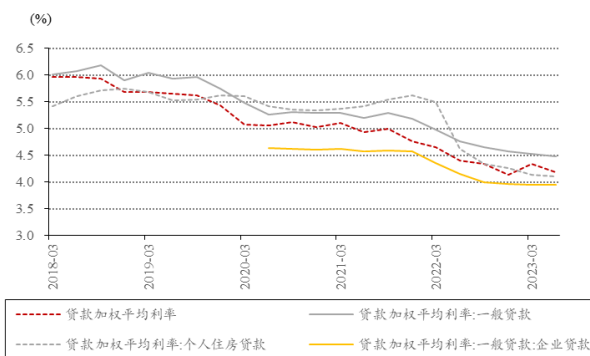
宽松政策延续

二季度货币政策执行报告维持宽松预期。本次报告在货币信贷概况中再提“加大逆周期调节力度”，未提“不搞大水漫灌”，延续了 6 月以来的政策导向，同时也将一季度“发挥政策效力和激发经营主体活力结合”修改为“加大宏观政策调控力度”，延续了上半年新闻发布会中对于下半年货币政策的具体指引，包括“加大宏观调控力度”和“综合运用存款准备金率、中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具”。此外，强调“着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率”，预示着货币政策仍需提前发力，引导经济增长复苏预期。对应加大逆周期调节力度，既然年内第二次降息已经落地，降准这一总量型政策将快速提上日程，其他基础货币投放工具也将发力。截止 6 月末，MLF 余额为 51910 亿元，比年初增加 6410 亿元，结构性工具余额为 68737 亿元，比年初增加 4272 亿元，叠加 3 月降准上半年已投放超过 1.5 万亿元中长期资金，下半年预计仍将维持净投放趋势。

价格型工具亦偏积极。本次报告将“保持利率水平合理适度”修改为“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”，表明下一阶段降低融资成本动作将更为积极。一季度货政报告中央行更多强调缩减原则与居中之道，对比 2023 年 6 月与 2022 年 12 月新发放贷款加权平均利率可以发现，一般贷款加权平均利率与个人住房贷款加权平均利率分别下行 9bp、15bp，与上半年 LPR 下调幅度基本相当，但企业贷款加权平均利率从去年 12 月 3.97% 下降至今年 6 月 3.95%，仅下行 2bp，远低于 LPR 下调幅度，仍有下降空间。随着 8 月 LPR 报价跟随 MLF 继续调整，全社会融资成本还将继续下降。与此对应的是，专栏 1 中提及“保持合理利润和净息差水平，这样也有利于增强商业银行支持实体经济的可持续性”、“允许银行通过合理方式维持自身稳健经营”，预示着商业银行存款利率仍有下调必要。

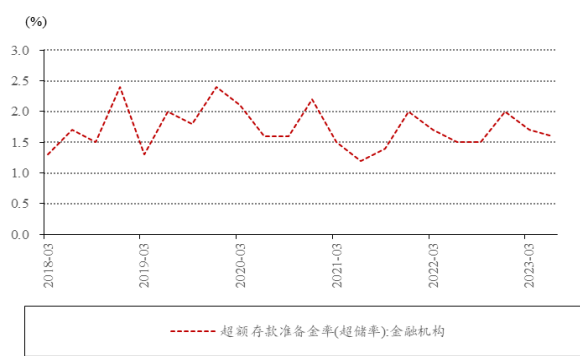
再次强调金融数据向宏观数据传导的时滞。专栏 2 中，主要描述了金融数据向宏观数据传导的时滞，其中提到“总量上把好货币供给总闸门”。金融数据领先经济数据主要是由于金融靠前发力以及实体经济消费投资意愿恢复缓慢，这使得 M2 同比增速往往高于名义 GDP 增速。上一次货币政策执行报告中提到“把好货币供给总闸门”是在 2022 年四季度专栏 2 中，其指代的含义是“2018-2022 年 M2 年均增速为 9.5%，与同期 7.8% 的名义经济增速基本匹配并适当提高”，那么重提这一概念也是指目前上半年 M2 同比增速与名义 GDP 增速之间 5% 的差距相对偏高，但单一年度数据在稳增长背景下仍处于可以接受的范围，随着前期积累的预防性储蓄逐步释放，CPI 见底回升，货币供给与经济增长之间的差距也会逐渐缩小。

图表 1. 新发放贷款加权平均利率



资料来源: ifind, 中银证券

图表 2. 超额率



资料来源: ifind, 中银证券

汇率单边走贬风险不高

关于汇率稳定的表态更为积极。关于汇率问题，本次报告将“增强人民币汇率弹性，优化预期管理”修改为“综合施策、稳定预期”、“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”，显示出央行对于汇率稳定的表态更为积极，更加强调防范汇率超调风险。8 月以来美元指数走强和国内经济数据不佳叠加，导致人民币新一轮贬值压力出现，但 8 月 15 日在汇率压力较大的情况下，央行仍然选择降息，从这一角度来看，可以认为央行在采取逆周期调节政策时保持“以我为主”，汇率风险则是更多采用汇率政策工具箱。

汇率管理工具丰富。当前监管层的“汇率工具箱”主要包括外汇存款准备金率、远期售汇风险准备金率、跨境融资杠杆率、境内企业境外放款宏观审慎调节系数等工具。6月末人民币汇率出现恐慌性贬值后，央行主要使用了跨境融资宏观审慎调节参数工具，7月20日人民银行、国家外汇局将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.5，7月21日人民币汇率预估指数就止跌且大幅回升。此外，商业银行的外汇存款准备金率也有一定的下调空间。自2022年9月15日起，央行下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行8%下调至6%。但从历史数据上看，外汇存款准备金率最低曾到过3%，因此仍有相当大的下调空间。监管干预效果明显，汇率管理工具丰富足以保障市场平稳运行。

后续的货币政策方向

本次报告对于基本面担忧加剧，其中提到的风险点包括“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，部分行业存在生产线外迁现象，地方财政收支平衡压力加大”，较一季度明显增加，因此政策态度也更为积极。从货币政策导向来看，我们认为后续货币政策操作将会更加注重逆周期调节的提前发力，具体来看：1. 下半年逆周期调节力度加大，基础货币投放仍将充足，流动性无虞；2. 8月LPR报价将跟随MLF调整，同时商业银行存款利率也将保持灵活，存在下调空间；3. 央行保汇率态度同样积极，在单边贬值风险较大的情况下，跨境融资宏观审慎调节参数、金融机构外汇存款准备金率等工具均可能投入使用。

风险提示：全球通胀上行过快；流动性回流美债；地产修复不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371