

货币政策宽松，增加外汇套保

——二季度货币政策执行报告点评

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

8月17日，人民银行发布《2023年第二季度中国货币政策执行报告》指出，下一阶段人民银行将加大宏观政策调控力度。稳健的货币政策要精准有力，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，稳固支持实体经济恢复发展。以保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定为目标，综合施策、稳定预期，对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险。

核心观点

■ 基调：关注国际风险，保持内部战略定力

对于未来经济形势的判断。1) 国际：在美联储持续加息的背景下，全球美元流动性持续收紧，带来的风险仍在加强。2) 国内：从“三重压力缓解”转向“高质量发展”，意味着当前经济虽然面临周期性和结构性的问题，主要矛盾在于后者。

对于宏观政策的基调。1) 国内的宏观政策需要“保持战略定力”和“增强发展信心”。2) “全面深化改革开放”表述有所前置，通过继续深化改革开放，在全球市场中改善人民币资产的流动性，来助力于新发展格局的建设。

■ 展望：关注外汇风险，增加外汇风险管理

总量性货币政策延续宽松。自6月和8月央行两次降息操作之后，货币政策仍将延续总量宽松的状态，来支持实体经济的恢复性发展。

实际利率的下行空间打开。二季度报告指出“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”，一方面调整名义利率，驱动LPR等利率向下调整；另一方面在流动性宽松和促就业政策的支持下，通过改善实体经济通胀预期。

房地产政策新稳态而非新刺激。房地产金融政策在供需环境发生新的变化状态下，通过金融支持政策来推动房地产市场能够平稳进入到新稳态，而非仅仅是“新刺激”。

关注汇率的预期管理。在“全面深化改革开放”的背景下，汇率政策转向“综合施策、稳定预期”以及“坚决防范汇率超调风险”，关注全球外汇市场在“国际政治经济形势复杂严峻，发达经济体快速加息的累积效应继续显现，全球经济复苏动能减弱”的短期风险。

■ 风险

经济数据短期波动风险，金融市场波动风险

目录

宏观事件	1
核心观点	1
《货币政策执行报告》摘要对比分析	3
第一段：总基调	3
第二段：货币政策执行情况	4
第三段：货币政策取得效果	5
第四段：未来货币政策基调	6
第五段：未来货币政策实施	8

图表

图1：上半年宏观经济持续恢复 单位：%	4
图2：上半年货币政策稳健 单位：%	4

《货币政策执行报告》摘要¹对比分析

我们对央行一季度和二季度货币政策执行报告的摘要进行了对比分析，其中，**蓝色字体**为二季度报告新增部分，**红色删除线**为对一季度报告删除部分。

第一段：总基调

二季度表述：

今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我国经济**持续恢复、总体回升向好**。上半年国内生产总值（GDP）同比增长 5.5%，为实现全年经济社会发展目标打下了良好基础；居民消费价格指数（CPI）同比上涨 0.7%，物价总体保持平稳。

中国人民银行坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚决贯彻党中央、国务院的决策部署，**坚持稳字当头、稳中求进**，稳健的货币政策精准有力，推动经济运行整体好转。

一季度表述：

今年以来，~~面对严峻复杂的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务~~，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我国**宏观政策坚持稳字当头、稳中求进，靠前协同发力**，经济**运行实现良好开局**，一季度国内生产总值（GDP）同比增长 4.5%，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 1.3%。

中国人民银行坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚决贯彻党中央、国务院的决策部署，**精准有力实施稳健的货币政策**，推动经济运行持续整体好转。

华泰分析：

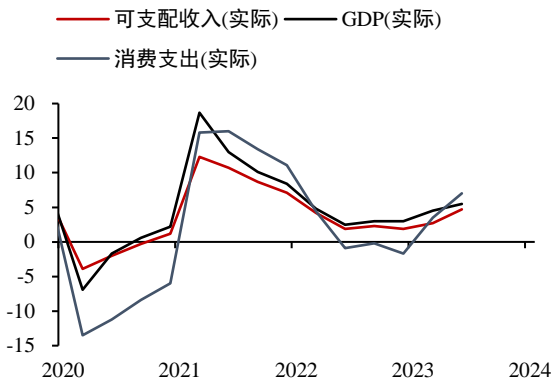
货币政策执行报告首段对当前经济现状和货币政策基调进行了回顾。

从经济层面，从一季度的“实现良好开局”转为二季度的“持续恢复，总体向好”。

从货币政策层面，从一季度的“精准有力实施稳健的货币政策”转向了“稳健的货币政策精准有力”，表述顺序发生变化，更加强调了货币政策的“稳健性”。

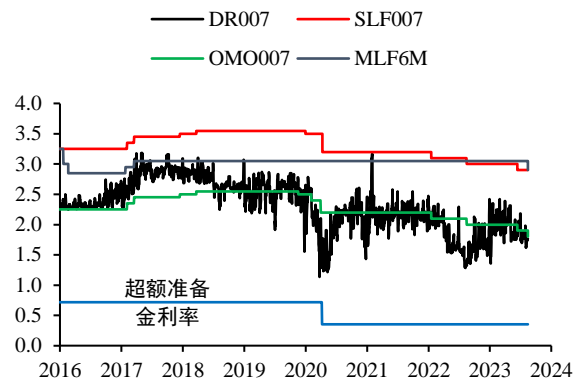
¹ 二季度报告摘要参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5025834/index.html>；一季度摘要参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4882440/index.html>

图 1：上半年宏观经济持续恢复 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：上半年货币政策稳健 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

第二段：货币政策执行情况

二季度表述：

一是保持货币信贷合理增长。综合运用降准、再贷款再贴现、中期借贷便利、公开市场操作等多种方式投放流动性，保持流动性合理充裕，引导金融机构**稳固信贷支持实体经济的力度**，增强贷款总量增长的稳定性和可持续性。

二是推动实体经济融资成本**稳中有降**。发挥政策利率引导作用，6月、8月公开市场逆回购操作和中期借贷便利中标利率分别合计下行20个和25个基点，持续释放贷款市场报价利率（LPR）改革效能，推动**企业融资和居民信贷成本稳中有降**。发挥好存款利率市场化调整机制重要作用。继续落实首套房贷款利率政策动态调整机制。

三是持续发挥结构性政策工具作用。在用好现有结构性政策工具的基础上，**增加支农支小再贷款、再贴现额度**，延续实施普惠小微贷款支持工具等多项阶段性工具，**延期房地产“金融16条”有关政策适用期限**，并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**。

四是**兼顾内外均衡**。深化汇率市场化改革，坚持市场在人民币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。

五是**强化风险防范化解**。坚持市场化法治化原则处置风险，**构建分级分段的银行风险监测、预警和硬约束早期纠正工作框架**，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

一季度表述：

一是保持货币信贷合理增长。**3月17日宣布降准0.25个百分点**，并运用再贷款、中期

借贷便利、公开市场操作等多种方式投放流动性，保持流动性合理充裕。引导金融机构**更加注重把握好节奏与力度**，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性。

二是推动**降低**综合融资成本。持续释放贷款市场报价利率改革效能，发挥好存款利率市场化调整机制重要作用，**指导利率自律机制成员根据市场利率变化合理调整存款利率**，促进**实际贷款利率**稳中有降。继续落实首套房贷利率政策动态调整机制。

三是发挥结构性政策工具作用。用好普惠小微贷款支持工具，**持续加大**支农支小再贷款支持力度，延续实施碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，继续落实好科技创新、普惠养老、设备更新改造等专项再贷款政策，**创设**房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划。

四是**保持人民币汇率基本稳定**。深化汇率市场化改革，坚持市场在人民币汇率形成中起决定性作用，**注重预期引导，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。

五是**加强**风险防范化解。坚持市场化法治化原则处置风险，**加快推进金融稳定保障体系建设**，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

华泰分析：

二季度货币政策相比较一季度，在延续信贷合理增长的基础上，删去了“更加注重把握好节奏与力度”的表述，改为“稳固信贷支持实体经济的力度”，意味着货币政策从偏中性转向偏宽松的转变。具体来看，表现在两次降息上，6月、8月公开市场逆回购操作和中期借贷便利中标利率分别合计下行20个和25个基点。

其次，二季度货币政策和一季度，对于汇率政策的表述发生了较大变化，从“保持人民币汇率基本稳定”转向“兼顾内外均衡”，政策逐渐向内部倾斜，加强对国内实体经济的宏观政策支持力度。

第三段：货币政策取得效果

二季度表述：

总体看，今年以来货币政策保持**前瞻性、有效性、可持续性**，根据形势变化合理把握节奏和力度，为经济回升向好创造了良好的货币金融环境。货币信贷保持合理增长，上半年新增人民币贷款15.7万亿元，同比多增2.0万亿元；6月末人民币贷款、广义货币（M2）、社会融资规模存量同比分别增长11.3%、11.3%和9.0%。信贷结构持续优化，

6 月末普惠小微贷款和制造业中长期贷款余额同比分别增长 26.1%和 40.3%。贷款利率明显下行，6 月新发放企业贷款、个人住房贷款加权平均利率分别为 3.95%、4.11%，较去年同期分别低 0.21 个、0.51 个百分点，处于历史低位。人民币汇率双向浮动，人民币对美元汇率 5 月贬破 7 元，7 月份又升值 1.3%，结售汇行为理性有序，市场预期基本稳定。

一季度表述：

总的看，今年以来货币政策**坚持稳健取向**，实现了较好的调控效果，有力支持经济发展恢复向好。货币信贷合理增长，一季度新增人民币贷款 10.6 万亿元，同比多增 2.27 万亿元；3 月末人民币贷款、广义货币（M2）、社会融资规模存量同比分别增长 11.8%、12.7%和 10.0%。信贷结构持续优化，3 月末普惠小微贷款和制造业中长期贷款余额同比分别增长 26.0%和 41.2%。企业融资和个人消费信贷成本稳中有降，3 月新发放企业贷款加权平均利率为 3.95%，较去年同期下降 0.41 个百分点，个人住房贷款加权平均利率为 4.14%，较去年同期下降 1.35 个百分点。人民币汇率双向浮动，在合理均衡水平上保持基本稳定，3 月末人民币对美元汇率中间价为 6.8717 元，较上年末升值 1.4%。

华泰分析：

从表述上来，货币政策从“坚持稳健取向”转向了在前瞻性、有效性、可持续性的基础上“根据形势变化合理把握节奏和力度”，和第二段相对应。

第四段：未来货币政策基调

二季度表述：

当前我国经济已恢复常态化运行，**高质量发展扎实推进**。也要看到，**国际政治经济形势复杂严峻**，发达经济体快速加息的累积效应继续显现，全球经济复苏动能减弱，**国内**经济运行面临需求不足、一些企业经营困难、重点领域风险隐患较多等挑战。我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变，有利条件和积极因素不断积蓄，**要保持战略定力，增强发展信心**。

下阶段，中国人民银行将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大精神 and 中央经济工作会议精神，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，**全面深化改革开放**，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革结合起来，**加大宏观政策调控力度**，建设现代中央银行制度，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，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

一季度表述：

当前，我国经济社会**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，经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，长期发展还具有市场规模巨大、产业体系完备、人力资源丰富等优势条件**。也要看到，**国内**经济内生动力还不强，需求仍然不足；**全球**经济增长趋缓，通胀仍处高位，主要央行政策紧缩效应显现。对此，**既要**坚定做好经济工作的信心，**又要**增强忧患意识，坚持底线思维。

下一阶段，中国人民银行将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十大、中央经济工作会议和全国“两会”精神，**按照党中央、国务院的决策部署**，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，**扎实推进中国式现代化**。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革结合起来，**把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来**，建设现代中央银行制度，充分发挥货币信贷政策效能，**全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，乘势而上**，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

华泰分析：

对于未来经济形势的判断，从“三重压力缓解”转向“高质量发展”，意味着当前经济既面临周期性的问题，也要面对结构性转变的问题，需要对于问题有更清晰的认识。

对于影响货币政策的关注重点由一季度的“国内……全球……”转向二季度的“国际……国内……”，意味着从国内转向国外，在外部因素持续加息带来的金融压力加强，科技封锁带来的技术压力增加，以及情报传播带来的舆论干扰加强的情况下，国内的宏观政策需要“保持战略定力”和“增强发展信心”。

从下阶段的央行工作表述上来看，“全面深化改革开放”表述有所前置，在美联储持续加息的背景下，全球美元流动性持续收紧²，带来的风险仍在加强。在此背景下，通过继续深化改革开放，在全球市场中改善人民币资产的流动性，来助力于新发展格局的建设。

² 参见华泰期货报告《[市场短期仍将面对美元利率强势压力](#)》，认为美联储7月会议纪要偏鹰派，继续增加新兴市场的不确定性。

第五段：未来货币政策实施

二季度表述：

稳健的货币政策要精准有力，更好发挥货币政策工具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，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配。

继续深化利率市场化改革，完善央行政策利率体系，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”，继续实施好存续工具，对结构性矛盾突出领域**延续实施期限**，**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，促进房地产市场平稳健康发展。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、有管理的浮动汇率制度，**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，稳步推动中小金融机构改革化险，守住不发生系统性金融风险的底线。

~~一季度表述：~~

~~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**，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配。~~

~~**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，支持构建粮食、能源等保供稳价体制机制，保持物价水平基本稳定。**~~

~~继续深化利率市场化改革，完善央行政策利率体系，持续发挥贷款市场报价利率改革效能，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，为普惠金融、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节提供有力支持。~~

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。

坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，**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，优化预期管理**，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

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。

华泰分析：

对于货币政策总量性，从一季度的“总量适度，节奏平稳，搞好跨周期调节”转向二季度的“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”，意味着自6月和8月央行两次降息操作之后，货币政策仍将延续总量宽松的状态，来支持实体经济的恢复性发展。

对于利率政策，从一季度的“保持利率水平合理适度”转向了二季度的“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”，利率的下行空间逐渐打开。一方面通过名义利率的向下调整，比如在前期央行操作利率下调的基础上，通过对本月21日的LPR利率继续调降等降低实体融资的名义利率水平；另一方面通过改善实体经济通胀预期，在流动性宽松和促就业政策的支持下，改善市场的消费预期。

对于房地产政策，延续前期的政治局会议基调，央行二季度报告中继续强调了“适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，意味着房地产金融政策在供需环境发生新的变化状态下，通过金融支持政策来推动房地产市场能够平稳进入到新稳态，而非仅仅是“新刺激”。

对于汇率政策，在“全面深化改革开放”的背景下，央行二季度对于汇率政策的表述出现了较大的变化，从一季度的“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，优化预期管理”转向了“综合施策、稳定预期”以及“坚决防范汇率超调风险”，这意味着未来的宏观交易中，汇率市场的波动率预期将进一步上升，汇率市场在“国际政治经济形势复杂严峻，发达经济体快速加息的累积效应继续显现，全球经济复苏动能减弱”的背景下短期的压力或将上升。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com