

8月17日，央行公布2023年二季度货币政策执行报告。

➤ **我们很难在这次货政执行报告中，直接解读出央行鲜明的货币政策取向。**

市场高度关注报告措辞的微妙变化，试图捕捉央行货币调控新动态。但这次二季度货政执行报告，我们较难直接解读得到货币政策取向。

聚焦需求和通胀相关表述时，央行似乎更多展露乐观情绪。“国民经济有望继续好转”、“物价有望触底回升”，“供需条件改善的有利因素还在增多”。

聚焦内外部不利条件时，央行也表达出谨慎观察的态度取向。“居民收入预期不稳”、“民间投资信心不足”、“地方财政收支平衡压力加大”。

如果仅是对比细节措辞变化的话，我们较难直接判断，当前央行在货币政策取向方面，更宽松还是趋于收紧。

➤ **相较措辞微调，这次货政执行报告更具信号意义的是专栏主题。**

货政执行报告专栏设置，历来可更直观体现当下央行更关注哪些方面内容，货币调控锚定哪些重要宏观变量。

这次二季度货政执行报告设定四个专栏，探讨三方面内容：

商业银行利润（专栏一，《合理看待我国商业银行利润水平》）；**前期货币政策效果及具体实施工具**（专栏二，《金融支持宏观经济回升向好》）；**结构性货币政策支持重点领域和薄弱环节**（专栏三，《结构性货币政策支持重点领域和薄弱环节》）；**人民币汇率定价因素及未来相应操作取向**（专栏四，《人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定》）。

如果说专栏二和专栏三针对疫情前后货币政策效果、特定货币工具使用及退出做出普通陈述，那么我们可以理解**专栏一和专栏四，央行有意针对当前货币政策的两个敏感变量——利率和汇率，做出针对性分析。**

➤ **未来可能货币组合：继续引导存贷基准利率下移，并合理调控汇率变动节奏。**

在去年连续非对称降息以来，实体融资成本下降同时，商业银行利润进一步压缩。对于未来能否连续大幅降息，市场存在分歧。分歧的其中一个焦点就是，商业银行能否承受持续的利润压缩？毕竟去年至今，市场已经经历几轮非对称降息。

这次报告中，央行从三个维度点明，进一步收窄银行利差或并非最优政策选择。

现实效果维度，“净息差持续收窄，利润增速有所下降”；

现行监管维度，“我国对商业银行资本充足率有明确监管指标”；

防范风险维度，“商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需要保持合理利润……”。

对冲地产销售下滑带来的债务风险，货币政策需要降低LPR为代表的实体融资成本。而维持合理银行利润，必然要求银行资产端利率（亦为实体融资利率）下降同时，存款等银行负债利率也有同步调整。

这次报告专门提及银行利润，我们认为或预示着未来有进一步存款利率调降可能。

针对当前市场普遍关心的人民币汇率贬值，央行并不讳言“人民币汇率……短期不确定性大，也测不准，长期根本上取决于经济基本面”；“央行……也有充足的政策工具储备，有信心、有条件、有能力维护外汇市场平稳运行”。

言下之意，央行操作以国内货币为先，汇率短期调控为次。央行无法左右汇率长期趋势，因为汇率的根本定价因素在于基本面。只是当国内基本面压力较大、货币宽松带来汇率过贬，中国央行有足够工具，短期内维持汇率平稳，抑制过度投机。

➤ **风险提示：**内需扩张政策不及预期；海外衰退超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

- 1.2023年7月经济数据点评：关注利率下行和分母驱动逻辑-2023/08/15
- 2.2023年8月央行降息点评：8月有降息无降准-2023/08/15
- 3.全球大类资产跟踪周报：交易热度降温-2023/08/13
- 4.2023年7月金融数据点评：眼下重要的是什么-2023/08/12
- 5.美国7月CPI数据点评：美国通胀“蜜月期”或已过去-2023/08/11

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026