

# 发挥总量和结构双重功能，政策加码仍有空间

——国内观察：2023年二季度货币政策执行报告

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

## 投资要点

- **事件：**8月17日，央行发布2023年二季度中国货币政策执行报告。
- **核心观点：**二季度货币政策报告在对经济形势的判断中提出，面临的困难挑战在增加。货币政策重提总量和结构双重功能，强化了政策加码的可能。我们认为在地产及出口压力的背景下，当前经济数据反映内需不足。8月MLF利率下调15个BP，目前国内实际利率仍处历史较高水平，下一步仍有降准降息可能。
- **面临的困难挑战在增加。**国内经济方面，央行认为当前经济发展的亮点增多，企业生产景气度趋于好转，市场需求在政策有效支持下也逐步恢复。但报告中也提到了，国内经济运行也面临新的困难挑战，国内方面，除了延续一季度提到的居民收入预期不稳，消费恢复还需时间，民间投资信心不足等，新增“部分行业存在生产线外迁，地方财政收支平衡压力加大等问题”。国际层面逆全球化风险上升，海外加息累积效应持续。
- **货币政策工具总量和结构双重功能。**二季度报告延续政治局会精神，未提“大水漫灌”，重提“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”，要综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。货币政策整体定调较一季度更加积极，我们认为总量工具在8月降息后，后续仍有降息及降准空间。结构性工具上，央行提出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。专栏3中做出了进一步的解释，一方面是针对中小企业融资难的问题，另一方面是侧重于经济长期结构转型的工具，而再创设新工具或体现结构工具可能加力。
- **稳地产力度有望加大。**二季度报告删除“房住不炒”，“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”，我们认为在长期总基调不变的情况下，稳地产的政策出台有望进一步加速，如存量房贷利率下调，以及一线城市政策的调整等。
- **防范汇率超调。**二季度报告针对汇率提出，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。在国内货币政策进一步宽松的情形下，对汇率仍有一定容忍度，央行稳汇率工具箱内仍有外汇存款准备金率、远期售汇风险准备金率等多种工具，有适时推出的可能。专栏4中再次强调了人民币汇率反映人民币与其他货币的比价关系，受内外部多种因素影响，短期不确定性大，但长期根本上取决于经济基本面。
- **物价判断相对积极。**二季度报告提出，物价有望触底回升，PPI同比已于7月触底反弹，未来降幅还将趋于收敛，预计CPI8月开始有望逐步回升，全年呈U型走势。
- **化解地方债务风险。**防风险层面，二季度报告提出，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，与央行下半年工作会议提出的重点工作一致。地方债务风险加大了地方财政压力，限制了地方政府发力的空间，预计具体化债的措施将加速出台。
- **合理看待银行净息差收窄。**专栏1指出我国商业银行净利润主要用于补充核心一级资本以及向股东分红，并通过资本的杠杆作用再次作用于实体经济。对于银行服务实体经济的作用，我们理解在保证银行净息差稳健，促进信贷投放的同时，在经济下行承压时，银行让利实体，净息差收窄也需要合理看待。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期，海外金融市场风险。

表1 货币政策执行报告对比

	2023 年一季度报告	2023 年二季度报告
经济形势判断	<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，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势。</p> <p>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。从国际看，当前全球经济增长放缓，通胀仍处高位，地缘政治冲突持续，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“伤痕效应”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，政府投资撬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。但也要看到，我国经济韧性强、潜力大、活力足，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，长期向好的基本面没有改变。</p>	<p>国民经济有望持续好转。当前我国经济发展的亮点增多，企业生产景气度趋于好转，6-7 月制造业 PMI 连续两个月回升，市场需求在政策有效支持下也逐步恢复，酒店、机票预订数据显示暑期居民出行意愿保持高涨。</p> <p>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。从国际看，地缘博弈持续紧张，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，部分行业存在生产线外迁现象，地方财政收支平衡压力加大。也要看到，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。经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程，要有耐心和信心，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>
下一步货币政策基调	<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，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资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。</p>	<p>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。</p>
通胀	<p>物价水平温和上涨，下半年可能逐步回升。当前我国经济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。中长期看，我国经济供需总体平衡，货币政策保持稳健，居民通胀预期平稳，不存在长期通缩或通胀的基础。</p>	<p>物价有望触底回升。预计 8 月开始 CPI 有望逐步回升，全年呈 U 型走势；PPI 同比已于 7 月触底反弹，未来降幅还将趋于收敛。中长期看，我国经济供需总体平衡，货币政策保持稳健，居民通胀预期平稳，不存在长期通缩或通胀的基础。</p>
信贷	<p>保持货币信贷总量适度、节奏平稳。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与名义经济增速基本匹配。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贷款需求，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性，有力支持实体经济健康良性发展。密切关注国内外经济金融形势和主要央行货币政策变化，加强对流动性供求形势和金融市场变化的分析监测，灵活开展公开市场操作，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性。</p>	<p>保持货币信贷总量适度、节奏平稳。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。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，保持货币供应量和社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，灵活开展公开市场操作，保持银行体系流动性和货币市场利率平稳运行。</p>
利率	<p>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。落实存款利率市场化调整机制，着力稳定银行负债成本。发挥贷款市场报价利率改革效能，推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。</p>	<p>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。</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，推动建立房地产业发展新模式。

专栏 1 如何把握利率水平

专栏 2 如何看待 M2 和存款增长

专栏 3 硅谷银行事件及启示

专栏 4 我国通胀水平处于温和区间

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。

专栏 1 合理看待我国商业银行利润水平

专栏 2 金融支持宏观经济回升向好

专栏 3 结构性货币政策持续支持重点领域和薄弱环节

专栏 4 人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定

资料来源：央行，东海证券研究所

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

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注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089