

逆周期货币政策兼顾内外均衡

2023年二季度央行货币政策执行报告解读

核心内容：

央行发布2023年二季度货币政策执行报告。相比一季度“经济运行开局良好”“经济发展呈现回升向好态势”的判断不同，二季度在肯定“国民经济有望持续好转”的前提下，指出经济面临新的困难“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。”在此背景下，央行的货币政策从强调“总量适度、节奏平稳”，转变为更加积极的总量结构并行，即“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”。

我们的分析：央行强调面临国内经济下行叠加海外经济缓慢复苏的双重压力，在对房地产供求关系已发生根本变化的判断下，逆周期调节回到政策中心位置。货币政策调节强调“以我为主”，基调“充裕”，总量和结构工具并行，提前发力为财政政策等宏观组合拳创造空间。首先，总量方面将继续稳定社融和信贷增速。结构性货币政策工具的使用将更加积极，方向明确为普惠金融、绿色低碳、科技创新、房地产市场。这背后的深层次原因是央行认为当前经济运行中面临的主要问题是结构性矛盾，金融机构特定领域金融服务的意愿和能力需要进一步提升。

其次，新一轮存款利率下调将加速。逆周期调节加大，对于降息的密集使用将会导致商业银行的净息差和资产利润率下降，且国内银行存在较大资本缺口难以补充。因此，进一步引导存款利率下调的必要性和紧迫性上升，提升银行支持实体经济的持续性并降低金融风险的发生率。最后，利率工具的使用已经影响了人民币汇率，央行会逐步开启汇率政策工具，避免汇率快速单边下行。虽然人民币兑美元下行，但人民币兑一揽子货币仍然相对稳定，央行调控的汇率的紧迫性仍然让位于对内的稳增长。

央行货币政策前瞻：总量（降息+降准）、结构性货币工具和外汇管理工具协同使用。当前央行的货币政策已转向，在加大逆周期调节的背景下，总量工具使用的频率和力度都将加大。但目前美联储的货币政策仍在紧缩周期，这可能会对冲减弱我国逆周期政策的效果。观察央行今年内的两次降息时点均选在美联储加息间歇的时刻，6月央行提前预判美联储当月停止加息，8月是货币政策操作的真空期，这样的降息节奏会增强政策调节效果。预计央行的逆周期调节将在后续全球央行宽松周期中呈现更好的拉动经济的效果。

历史上央行有三次密集降息的操作，分别是2008年、2014年至2016年、2020年，均处在经济下行压力较大时期。面对当前的经济下行和信贷收缩，央行有必要、有能力再次开启连续降息操作。利率年内仍存在20BP-30BP下调空间，下次降息可能再次选择美联储货币政策真空期的10月。地方政府债将在8、9月加速发行，可能引起的流动性紧张将部分对冲降息的效用，9月央行可能再次选择降准释放长期流动性，配合财政政策协同发力。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

分析师助理：吕雷、于金潼

主要风险：

1. 政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 社融增速不及预期的风险
4. 通胀超预期下行的风险
5. 海外金融风险上升的风险

2023年8月17日，央行发布2023年第二季度货币政策执行报告。相比一季度对于国内经济形势的判断：“经济运行开局良好”“经济发展呈现回升向好态势”不同，二季度在肯定“国民经济有望持续好转”的前提下，也指出当前经济面临新的困难“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。”在此背景下，央行的货币政策从一季度的“总量适度、节奏平稳”，转变为更加积极的总量结构并行，即“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”。

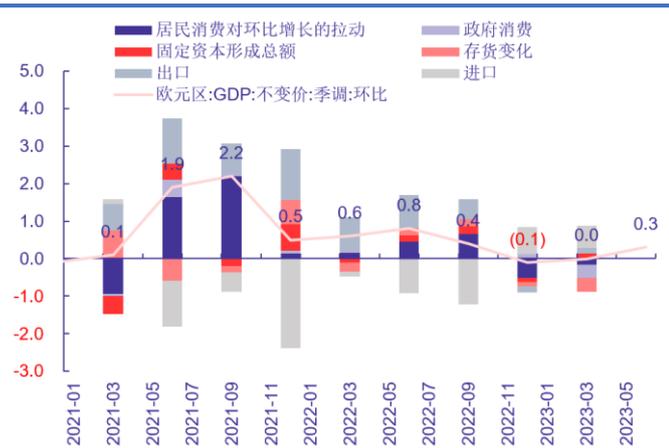
一、全球经济形势分析：央行强调国内经济下行叠加海外经济缓慢复苏的双重压力

（一）海外：央行认为全球主要经济体延续恢复，发达经济体加息已近尾声

央行对于全球主要经济体的经济增长相较一季度更加乐观，认为恢复势头延续。与一季度认为美欧通胀回落不及预期相比，认为通胀虽回落至疫情前水平仍需时日，但已在高基数下继续回落。央行判断发达经济体本轮加息周期或已接近尾声。

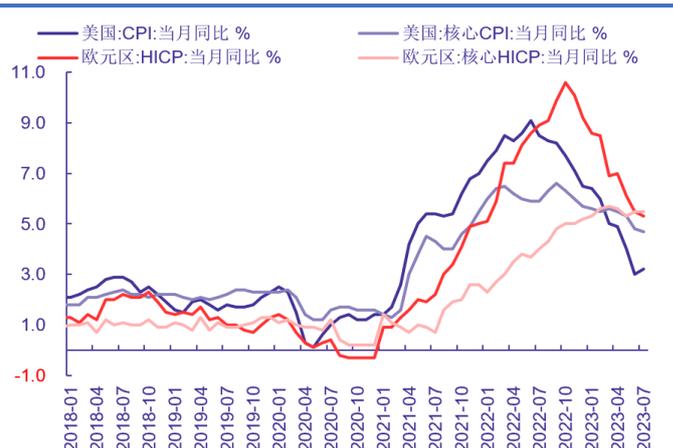
在加大逆周期调节的背景下，我国总量工具使用的频率和力度都将加大。但目前美联储的货币政策仍在紧缩周期，这可能会对冲减弱我国逆周期政策的效果。但央行对于发达经济体加息周期已近尾声的判断会对央行降息的使用产生影响。观察央行今年内的两次降息时点均选在美联储加息间歇的时刻，6月央行提前预判美联储当月停止加息，8月是货币政策操作的真空期，这样的降息节奏会增强政策调节效果。预计央行的逆周期调节将在后续全球央行宽松周期中呈现更好的拉动经济的效果。

图 1：欧元区经济增速环比上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：美国和欧元区通胀回落（%）



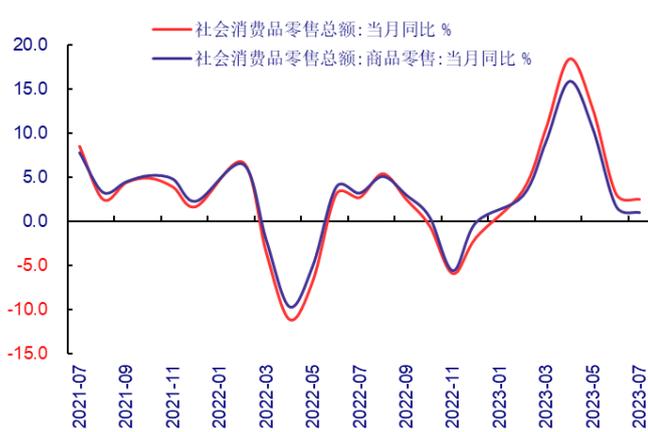
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 国内：经济面临新的困难，通胀即将触底回升

对于国内经济，央行的判断延续7月政治局会议的定调，比一季度更加谨慎。相比一季度对于国内经济形势的判断：“经济运行开局良好”“经济发展呈现回升向好态势”不同，二季度在肯定“国民经济有望持续好转”的前提下，也指出当前经济面临新的困难“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。”强调经济的恢复是“波浪式发展、曲折式前进”，需要时间和信心。

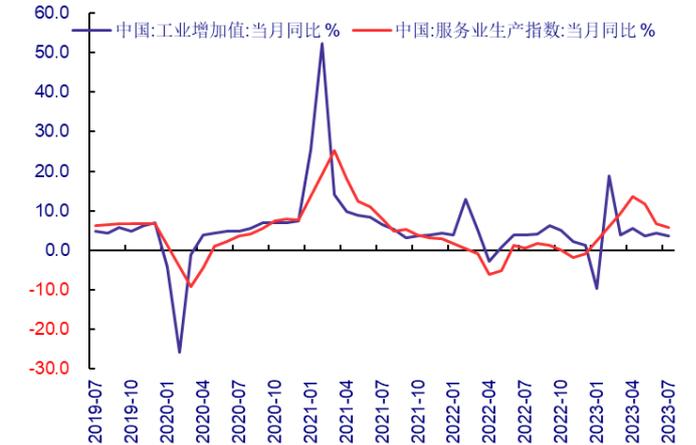
对于市场较关心的“通缩”央行延续一季度的判断，指出7月CPI同比转负只是阶段性现象，主要是由于恢复时滞和基数效应，不存在长期通缩的基础。基于对猪肉价格企稳回升、旅游出行价格上行、成品油价格上涨的判断，认为CPI将于8月开始回升，全年U型走势，PPI则已于7月见底反弹，未来上行。

图 3: 消费弱势下滑 (%)



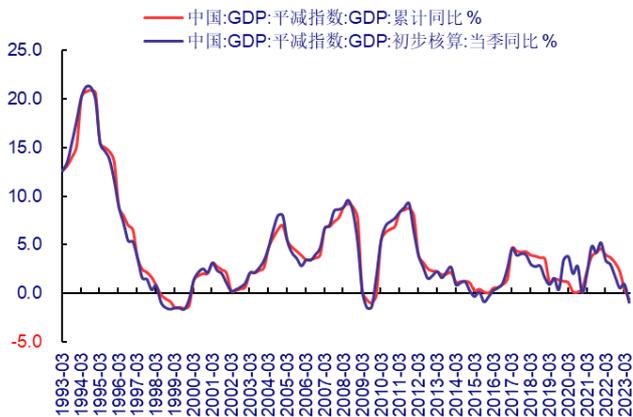
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4: 工业增加值同比下滑 (%)



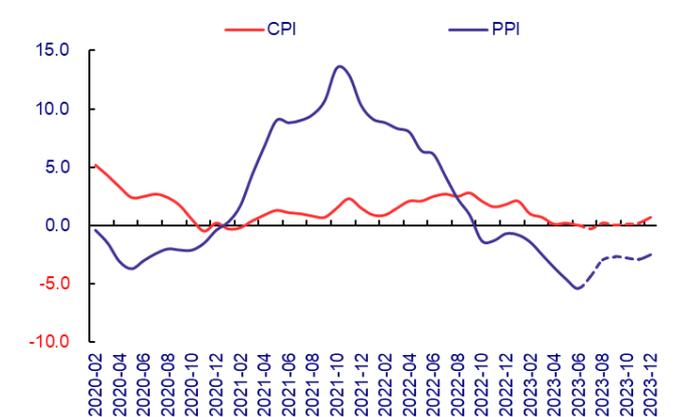
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5: GDP 平减指数进入负值区间 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: CPI、PPI 处于低位 (%) (2023 年 8 至 12 月为银河预测值)



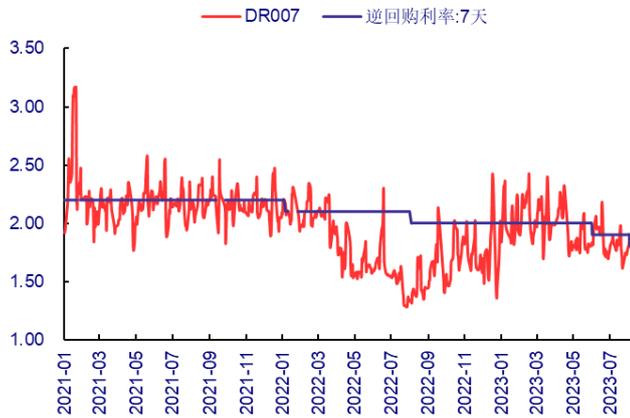
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、货币政策和信贷政策走向

(一) 货币政策：逆周期调节重回央行重心，总量和结构工具并行

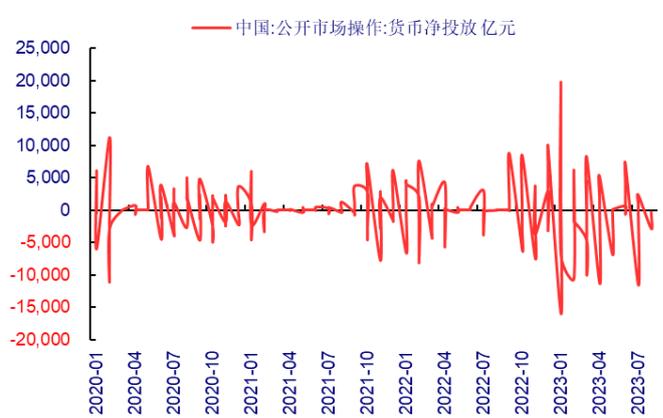
总体货币政策基调转变为“充裕”，逆周期调节重回央行重心。二季度报告央行再次强调流动性“合理充裕”，改变市场对于流动性的预期。央行的货币政策从一季度的“总量适度、节奏平稳”，转变为更加积极的总量结构并行，即“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，稳固支持实体经济恢复发展”。

图 7：三季度以来 DR007 低于政策利率波动 (%)



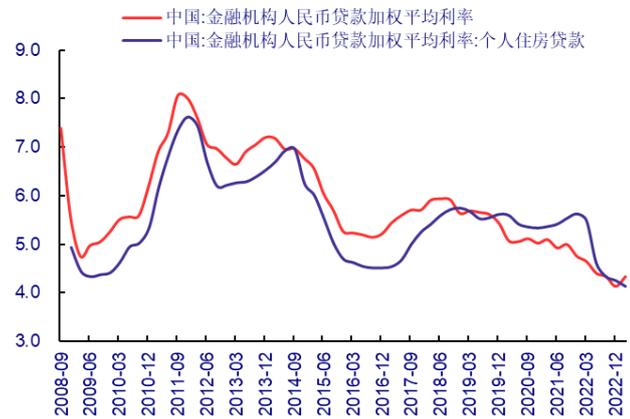
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：公开市场净投放 (亿元)



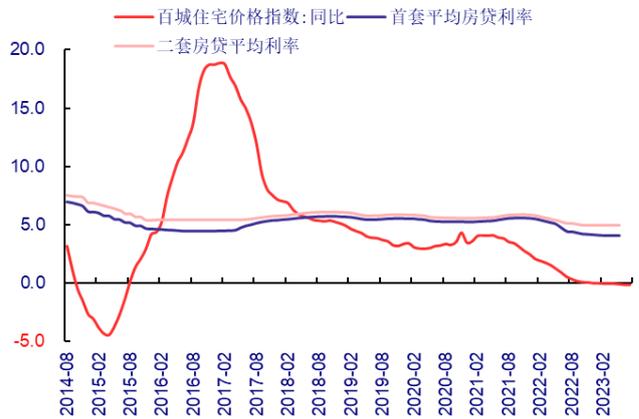
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：个人住房贷款加权平均利率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：房地产的资产回报率下行 (%)

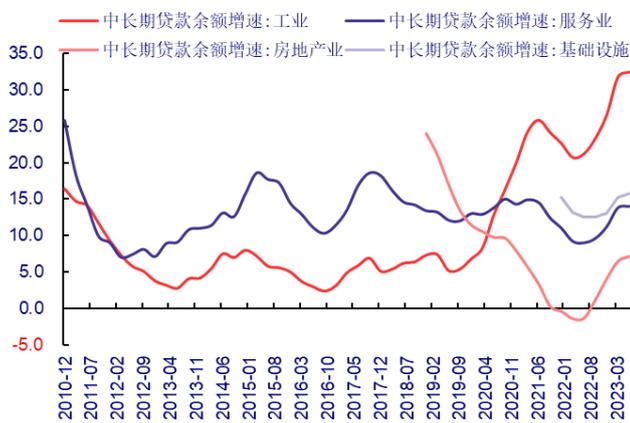


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 信贷政策

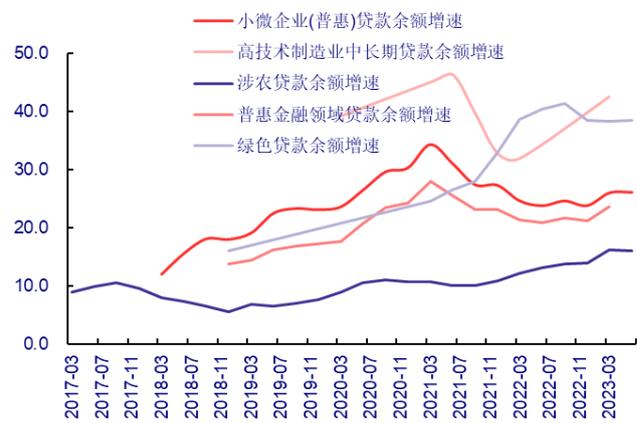
央行强调总量和结构工具并行。后续在结构性货币政策工具的使用上将较上半年更加积极，方向明确为普惠金融、绿色低碳、科技创新、房地产市场，相关领域工具有望延期使用或创立新设。延续实施保交楼贷款支持计划至 2024 年 5 月末，稳步推进租赁住房贷款支持计划在试点城市落地。这背后的深层次原因是央行认为当前经济运行中面临的主要问题是结构性矛盾，金融机构特定领域金融服务的意愿和能力需要进一步提升。

图 11: 中长期贷款余额增速上行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

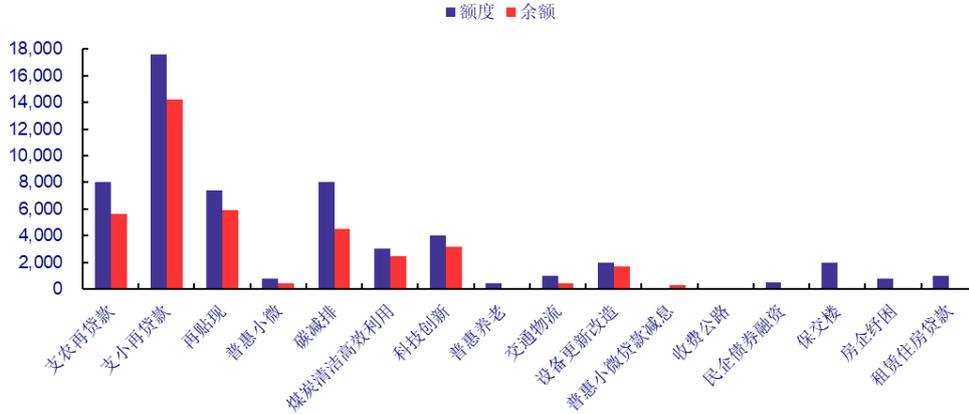
图 12: 重点支持领域信贷余额增速上行 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

8月16日，央行决定增加河北、北京、黑龙江、吉林、福建、重庆6省（市）支农支小再贷款额度350亿元，即是释放结构性货币政策工具将在后续扩容的积极信号。

截止2023年6月末，科技创新再贷款、交通物流再贷款、设备更新改造专项再贷款、普惠小微贷款减息支持工具、收费公路贷款支持工具等5项工具都已到期，会随着当前余额到期而逐步退出，已到期工具的额度总计7000亿元，余额总计5597亿元，分别占阶段性工具的29.8%和13.0%；8月4日的四部委新闻发布会上，央行指出结构性货币政策工具在结构性矛盾仍然突出领域，将延期使用，必要时“再创设新的工具”。在此背景下部分已到期或将于年内到期的阶段性工具有望延期使用。

图 13: 结构性货币政策工具使用情况 (亿元) 截止 2023 年 6 月末


资料来源: 中国人民银行, Wind, 中国银河证券研究院

表 1: 结构性货币政策工具情况表 (截至 2023 年 6 月末)

工具名称		存续状态	支持领域	发放对象	利率 (1 年期) / 激励比例 (%)	额度 (亿元)	余额 (亿元)
长期性工具	1 支农再贷款	存续	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2.00	8,000	5,668
	2 支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2.00	17,600	14,231
	3 再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2.00 (6 个月)	7,400	5,950
阶段性工具	1 普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	地方法人金融机构	1.00 (激励)	800	398
	2 抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.40		29,896
	3 碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75	8,000	4,530
	4 支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	存续	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75	3,000	2,459
	5 科技创新再贷款	到期	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75	4,000	3,200
	6 普惠养老专项再贷款	存续	浙江、江苏、河南、河北、江西试点, 普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75	400	13
	7 交通物流专项再贷款	到期	道路货物运输经营者和中小微物流 (含快递)、仓储企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75	1,000	434
	8 设备更新改造专项再贷款	到期	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75	2,000	1,694
	9 普惠小微贷款减息支持工具	到期	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	1.00 (激励)		269
	10 收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.50 (激励)		0
	11 民企债券融资支持工具 (II)	存续	民营企业	专业机构	1.75	500	0
	12 保交楼贷款支持计划	存续	保交楼项目	工农中建交、邮储	0.00	2,000	5
	13 房企纾困专项再贷款	存续	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75	800	0
	14 租赁住房贷款支持计划	存续	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储、开发银行	1.75	1,000	0

资料来源: 中国人民银行, 中国银河证券研究院整理

四、央行货币政策前瞻：总量（降息+降准）、结构性货币工具和外汇管理工具协同使用

当前央行的货币政策已转向，在加大逆周期调节的背景下，总量工具使用的频率和力度都将加大。但目前美联储的货币政策仍在紧缩周期，这可能会对冲减弱我国逆周期政策的效果。观察央行今年内的两次降息时点均选在美联储加息间歇的时刻，6月央行提前预判美联储当月停止加息，8月是货币政策操作的真空期，这样的降息节奏会增强政策调节效果。预计央行的逆周期调节将在后续全球央行宽松周期中呈现更好的拉动经济的效果。

历史上央行有三次密集降息的操作，分别是2008年、2014年至2016年、2020年，均处在经济下行压力较大时期。面对当前的经济下行和信贷收缩，央行有必要、有能力再次开启连续降息操作。利率年内仍存在20BP-30BP下调空间，下次降息可能再次选择美联储货币政策真空期的10月。地方政府债将在8、9月加速发行，可能引起的流动性紧张将部分对冲降息的效用，9月央行可能再次选择降准释放长期流动性，配合财政政策协同发力。面对价格工具使用可能给人民币汇率带来的压力，央行有丰富的外汇管理工具应对保持人民币汇率稳定。

表 2：央行货币政策执行报告对比

		2023年二季度	2023年一季度
货币政策工具	数量型货币工具	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会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。	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会融资规模增速与名义经济增速基本匹配。
	价格型货币工具	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。 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。	深化利率汇率市场化改革，以我为主兼顾内外平衡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。 稳步深化汇率市场化改革，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，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
信贷政策	结构性货币政策工具	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。 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。	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
	房地产	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。 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。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

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn