

# 汇率要稳，息差要扩

证券研究报告

2023年08月18日

## ——逐字逐句重点解读二季度货政报告

作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**张伟** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110522080003  
zhangweib@tfzq.com

相比于上一次的《货政报告》，本次货政报告的增量信息主要在四个方面：信用扩张、利率水平、汇率、银行利润。

我们预计，下阶段，信用扩张、贷款利率下降的速度或将加快，人民币汇率有望逐渐企稳，存款利率也有进一步下调的可能性

**风险提示：**海外经济、主要央行货币政策存在不确定性，可能对国内货币政策产生影响；存、贷款利率的下调节奏可能不及预期。

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观报告-如何理解政策利率的非对称降息？》 2023-08-16
- 2 《宏观报告：宏观报告-从 724 政治局会议至今有哪些地产政策出台？》 2023-08-15
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23 年 8 月第 2 周》 2023-08-13

8月17日，央行发布了《2023年第二季度中国货币政策执行报告》<sup>1</sup>（以下简称“货政报告”），我们对重点内容做如下解读：

### (1) 信用：

**23Q2：“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。”**

**23Q2：“引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度，支持金融机构按照市场化、法治化原则满足实体经济有效贷款融资需求，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性”**

——7月信贷、社融明显走弱，尤其是居民中长期贷款再度负增长、企业中长期贷款结束连续11月的同比多增。在信用扩张的压力有所加大的背景下，相比于Q1货政报告，央行在本次货政报告中删去了“引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度”和“搞好跨周期调节”，充分说明央行引导金融机构加快信贷投放的诉求在加强。而8月15日央行对政策利率非对称调降，MLF利率较逆回购利率多降了5bp，也指向了宽信用。因此，我们预计随着货币政策基调的边际变化，信用扩张的速度或将加快，7月金融数据的走弱可能只是单月的短暂波动。

### (2) 利率：

**23Q2：“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，发挥和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促进企业融资和居民信贷成本稳中有降。”**

——在Q1货政报告中，央行强调“保持利率水平合理适度”，推动降低融资成本的诉求有所减弱。从数据上来看，6月新发放的贷款加权平均利率较3月下降15bp，但新发放企业贷款加权平均利率仍然为3.95%，与3月持平，结束了连续六个季度下降的趋势。

本次货政报告又删掉了“保持利率水平合理适度”，重新强调促进融资成本稳中有降（与6月28日召开的货政委员会二季度例会<sup>2</sup>保持一致），我们预计接下来贷款利率下降的速度或将有所加快。结合8月15日长端政策利率多降5bp来看，我们认为本月LPR可能也会呈现5年期多降、1年期少降的组合，存量房贷利率下调的进程可能也会有所加快。

### (3) 汇率：

**23Q2：“加强预期管理，坚持底线思维，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范，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，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。”**

**23Q2：“有序推进人民币国际化，进一步扩大人民币在跨境贸易和投资中的使用，深化对外货币金融合作，发展离岸人民币市场。稳步推进人民币资本项目可兑换和金融市场制度型开放。”**

——本次货政报告中，有关汇率的内容变化较大，对近期人民币的贬值作出了回应。第一，相比于Q1货政报告，央行增加了“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”；第二，相比货政委员会二季度例会，央行又将“坚决防范汇率大起大落风险”升级为“坚决防范汇率超调风险”；第三，央行还专门在专栏4中强调了人民币汇率“短期不确定性大，也测不准”；第四，相比于Q1货政报告，央行删去了有关人民币国际化的内容，离岸人民币投放的速度可能会暂时放缓，有助于稳定汇率水平。

<sup>1</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5025834/index.html>

<sup>2</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4979839/index.html>

整体来看，央行阻止人民币汇率继续贬值的诉求出现了更加明显的加强，相关的汇率干预政策工具也有望加速推出，人民币汇率或将逐渐企稳。

#### (4) 银行利润：

**23Q2：“商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需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。”**

**23Q2：“在拓展外源资本补充渠道的同时，保持内源资本补充能力尤为重要，而维持一定的利润增长是内源补充资本的重要方式，有助于增强银行支持实体经济和防范风险的能力，维护境内外投资者对我国宏观经济的信心。”**

**23Q2：“考虑到金融周期和经济周期往往不完全同步，银行信贷风险暴露需要一段时间，应有一定的财力准备和风险缓冲。允许银行通过合理方式维持自身稳健经营，可以提升其持续支持实体经济发展能力。”**

——本次货政报告中，央行在专栏 1《合理看待我国商业银行利润水平》中专门讨论了商业银行利润的问题。央行一方面指出我国商业银行“净息差和资产利润率处下降趋势”，“单位资产盈利能力降低，利润增长主要依靠资产规模扩大来‘以量补价’”，另一方面也在强调合理的利润和净息差对银行稳健经营、防范风险、补充资本、支持实体来说尤为重要。因此，我们认为，央行接下来可能会着手稳定、甚至适度扩大银行的息差水平。

而考虑到还要继续推进贷款利率的下降，稳定、扩大银行净息差，就需要降低银行的负债端成本。MLF 和逆回购利率已经率先进行了下调，但存款是银行更重要的负债来源，因此，我们预计存款利率也有进一步下调的可能性。

#### (5) 房地产：

**23Q2：“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。”**

**23Q2：“~~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。~~”**

——市场对于货政报告中有关房地产的内容关注度较高。虽然相较于 Q1 货政报告，本次货政报告涉及房地产的表述变化较大，但无论是“适时调整优化房地产政策”，还是删去了“房住不炒”，其实都是延续了 7 月 24 日政治局会议的精神，并没有更多的边际变化。

实际上，自 7 月 24 日政治局会议召开以来，房地产政策放松的通道已经打开，各地的房地产政策也在陆续的调整（详见报告《从 724 政治局会议至今有哪些地产政策出台？》，2023.8.15）。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                    | 海口                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | A 栋 23 层 2301 房          | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 邮编：570102                | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 电话：(0898)-65365390       | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |