

2023年二季度货政报告：张弛有度

核心观点

2023年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》，我们认为核心要点有：①加强逆周期调节和政策储备，货币政策宽松仍有空间；②预计结构性政策工具将持续发力；③政策引导银行稳定净息差、增强支持实体经济可持续性；④坚决防范汇率超调风险；⑤继续强调适时调整优化房地产政策。

□ 加强逆周期调节和政策储备，货币政策宽松仍有空间

报告继续强调“加大宏观政策调控力度”“加强逆周期调节和政策储备”等表述，结合近期各重大会议的政策信号，我们预计8月降息后，后续央行大概率仍有降准操作，推动宽信用、改善企业资金可得性。此外，预计结构性政策工具也将持续发力，政策性金融工具也有望新增额度，发挥“准财政”属性。

本次报告并未提及8月4日答记者问中“防止资金套利和空转，提升政策传导效率”等相关表述，但我们认为后续“政策传导效率”问题仍可能是政策的重要关注点，我们在8月15日解读降息的报告《降息继续驱动“股债双牛”》中提出，当前市场加杠杆情绪相对较高，7天逆回购作为短端滚动资金，8月其利率下调幅度低于MLF利率，采取非对称降息的方式主要是从防范市场加杠杆及资金空转套利的角度出发。我们预计后续央行在维持宽松政策基调的同时，也将更加强

□ 预计结构性政策工具将持续发力

央行通过专栏讨论“结构性货币政策持续支持重点领域和薄弱环节”，截至今年6月末，我国结构性货币政策工具余额6.9万亿元，约占央行总资产的16%。今年以来，结构性货币政策工具努力把握好“进”、“退”两方面的平衡，“进”的方面主要是服务好高质量发展，目前我国结构性货币政策工具重点支持普惠小微、绿色低碳、科技创新及地产等领域。对于普惠小微，6月30日，央行增加支农支小再贷款、再贴现额度2000亿元，8月16日，增加支农支小再贷款350亿元，支持部分受灾省市做好洪涝灾害抢险救灾及灾后重建工作。对于地产，今年央行延续实施保交楼贷款支持计划至2024年5月末，激励和引导金融机构为保交楼项目提供融资支持，推动房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划落实生效。央行在本次报告中重申，必要时“创设新的工具，更好服务经济高质量发展”，我们认为下半年仍可期待新创设的结构性政策工具。

多数结构性货币政策工具都是阶段性的，因此也涉及到有序退出，如去年设立的科技创新再贷款、设备更新改造专项再贷款、交通物流专项再贷款等工具，今年以来面临陆续到期情况，这些工具退出后，存量资金可展期，最长可使用3到5年，最大限度实现“缓退坡”。

□ 政策引导银行稳定净息差、增强支持实体经济可持续性

央行通过报告专栏探讨“合理看待我国商业银行利润水平”，央行提出，维持一定的利润增长是商业银行内源补充资本的重要方式，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。今年一季度，我国商业银行净息差为1.74%，较去年末的1.91%进一步回落，已降至有数据以来的新低。

在降息周期中，银行净息差往往也走出下行趋势，不过当前我国的存款利率市场化调整机制有助于推动银行存款利率下行，缓解银行净息差压力。今年6月，我国主要银行主动下调部分期限存款挂牌利率并同步下调了内部利率授权上限，这是继2022年9月以来，商业银行根据自身经营需要和市场供求状况，第二轮主动调整存款挂牌利率。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《经济放缓或驱动股债双牛兑现》 2023.08.15
- 2 《降息继续驱动“股债双牛”》 2023.08.15
- 3 《7月金融数据：上月数据透支效应较强》 2023.08.11

从目前的政策操作及影响机制看，央行调整政策利率可引导 LPR 报价下行，而 10 年期国债收益率及 1 年期 LPR 直接影响存款利率定价，进而稳定银行净息差、盈利水平及后续资本补充，使得信贷投放更具持续性。总体看，我们预计后续银行存款利率仍有进一步下行空间。

银行的负债成本是制约其资产端配置产品收益率的核心影响因素之一，也由此我们认为今年内 10 年期国债收益率也有望打开下行空间，维持 10 年期国债收益率年内最低可降至 2.4% 左右的判断。

□ 坚决防范汇率超调风险

央行通过专栏讨论汇率问题，随着近几个月人民币汇率贬值压力升温，人民银行、外汇局通过加强预期管理、调节外汇市场供求、上调全口径跨境融资宏观审慎调节参数等方式加以应对。央行在报告中表示，人民银行、外汇局积累了丰富的经验，也具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，下阶段将综合施策、稳定预期，用好各项调控储备工具，调节外汇市场供求，对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险。

我们认为央行对汇率问题表态坚决，后续将继续做好跨境资金流动的监测分析和风险防范，并可能继续加码汇率领域相关政策或预期引导措施，稳定汇率走势，防止出现资本流动及市场情绪的过大波动及汇率“超调”风险。

受我国宽松货币政策及美联储政策基调不确定性影响，我们预计三季度人民币汇率总体趋于震荡，但其能够起到内外平衡器的作用，国内政策预计不会受到较大影响，仍将维持宽松基调。同时，我们不认为人民币汇率年内会持续贬值，预计四季度走向升值的概率大。预计随着国内宽松政策空间打开，相关举措逐步推进、落地，中美经济对比中，我国优势将逐步凸显；此外，预计下半年美国银行信用收缩强化，超储逐步耗尽也将在下半年削弱需求，需求回落将有效缓解通胀和劳动力市场紧张，货币政策停止紧缩的预期也将持续确认。总体上，预计四季度我国在基本面及货币政策预期两个方面均较为占优，推动人民币汇率升值。

□ 继续强调适时调整优化房地产政策

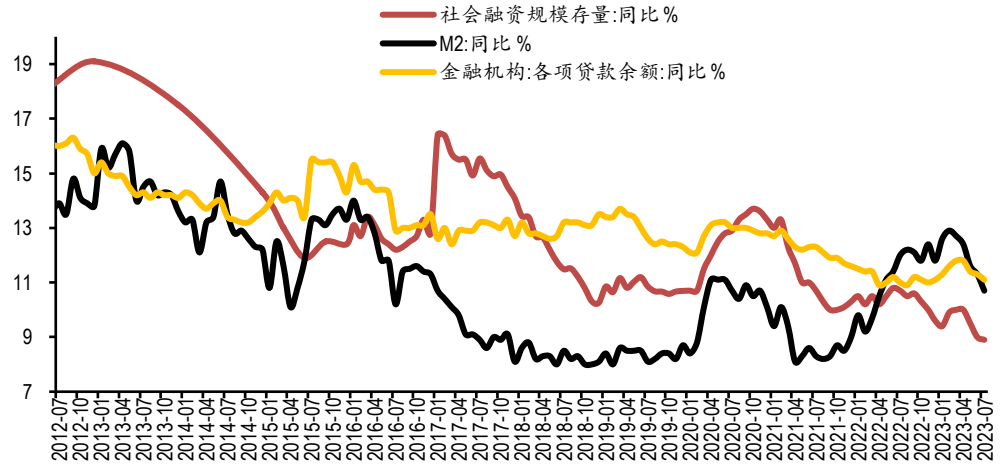
央行继续强调“适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展”（最早提出是 7 月 14 日央行答记者问），呼应政治局会议提出的“适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求”。我们认为下半年地产需求端政策仍有进一步调整空间，但整体政策可能精准滴灌，核心保护刚需。

城中村改造方面，政策要求推进超大特大城市城中村改造，该项政策并不完全属于增量政策，更多是对此前十四五城市更新目标框架下城中村改造相关内容的深化。我们估算十四五期间全国平均每年城中村改造投资规模可能略低于 1 万亿。

□ 风险提示

企业盈利、居民消费及购房情绪进一步恶化，经济基本面承压，政策效果不及预期；汇率贬值压力与资本流出压力相互叠加，扰动货币政策。

图1: 信贷、社融、M2 增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 结构性货币政策工具

结构性货币政策工具情况表
数据截至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)
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%	8000	5658
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%	17600	14231
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% (6个月)	7400	5950
4 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% (激励)	800	398
5 抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管网、 重点水利工程等	开发银行、农发行、 进出口银行	2.40%	/	29896
6 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%	8000	4530
7 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、 煤炭开发和储备	工农中建交、开发银行、 进出口银行	1.75%	3000	2459
8 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%	4000	3200
9 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
10 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%	1000	434
11 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%	2000	1694
12 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% (激励)	/	269
13 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	0.5% (激励)	/	0
14 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
15 保交楼贷款支持计划	存续	保交楼项目	工农中建交、邮储	0%	2000	5
16 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
17 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%	1000	0
合计						68737

备注: 收费公路贷款支持工具以利率互换协议方式操作, 将于2023年8月协议到期后放款。

资料来源: 人民银行, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>