

关注货币政策报告释放的三大信号

——二季度货币政策执行报告点评



2023年8月17日，央行发布《2023年第二季度中国货币政策执行报告》（以下简称“《报告》”），我国经济已恢复常态化运行，但仍面临“需求不足、一些企业经营困难、重点领域风险隐患较多”等问题，在此背景下，货币政策延续精准有力的总体基调，政策操作稳中偏松，于8月下调MLF利率15BP，OMO利率10BP；在后续经济修复仍承压以及《报告》强调继续加大调控力度下，不排除年内再次降准降息的可能性，且将进一步加大信贷支持力度。同时，在当前经济运行中结构性矛盾依然突出下，预计再贷款等结构性工具类型及规模或进一步增加。此外，《报告》强调统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，后续金融对化债支持力度或有所加大。

信号一：经济修复面临需求不足、重点领域风险隐患等问题，货币政策将继续加大调控力度

此次《报告》认为我国经济已恢复常态化运行，但仍面临“需求不足、一些企业经营困难、重点领域风险隐患较多”等问题；与一季度报告相比，二季度《报告》在经济展望部分仍强调消费、民间投资对经济恢复的约束，并新增“部分行业存在生产线外迁现象”等表述。从数据看，7月消费需求仍较为不足，商品零售同比增长仅有1%，拖累社零额增长。投资方面，今年以来民间投资持续低迷，尤其是二季度以来，民间投资当月同比降幅均超15%，对经济恢复形成一定制约。此外，目前我国部分制造型企业正将产品终端生产线向东南亚、印度等转移，2021年下半年以来我国出口增速持续低于印度也在一定程度上表明我国部分生产线存在外迁现象，或进一步加剧经济运行中面临的风险与挑战。在此背景下，货币政策将延续精准有力的总体基调，政策操作稳中偏松。从此次《报告》看，在下一阶段政策思路中，删除“总量适度，节奏平稳”，并新增“加大宏观政策调控力度”、“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”等表述，意味着后续货币政策难以收紧，总量层面或仍有进一步发力空间。事实上，在经济修复动力趋弱、面临内外部多重挑战下，6-8月已进行两次降息，尤其是8月政策利率非对称调降、MLF下调



联络人

作者：

中诚信国际 研究院

王晨 010-66428877-319

chwang01@ccxi.com.cn

汪苑晖 010-66428877-281

yhwang@ccxi.com.cn

中诚信国际研究院 执行院长

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

【7月利率债运行分析与展望】央行净回笼资金达历史高位，短期内收益率或延续区间波动

【货币政策及利率债上半年回顾与下阶段展望】复苏承压降准降息仍有可能，收益率中枢或将低于上半年

【货币政策及利率债一季度回顾与下阶段展望】稳健货币政策下资金利率中枢上行，复苏承压下半年收益率中枢或有所回落，2023年4月

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731

gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

15BP，释放了更为积极的政策信号，有利于进一步降低实体融资成本，为经济修复提供适宜的金融环境。考虑到后续稳增长需求仍存，以及与美国、日本等国家相比，我国货币政策空间仍较为充足，不排除年内再次降准降息的可能性，为实体经济恢复提供有力支持。此外，《报告》删除“总量适度，节奏平稳”表述，结合近期贷款数据看，7月新增人民币贷款3459亿元，同比少增3498亿元，且新增规模为2009年11月以来新低，信贷的超预期走弱反映出实体融资需求偏弱、信心较为不足，预计央行后续将进一步加大信贷支持力度，通过提供长期稳定的低成本资金、引导商业银行加大贷款投放（如对完成重点领域贷款目标降低存款准备金率、定向减息等）支持实体融资。

信号二：结构性工具根据经济形势优化调整，当前发展不均衡下结构工具的类型及规模或进一步增加

此次《报告》着重强调结构性货币政策在经济发展中的重要作用，并会根据经济金融形势需要调整优化，在当前经济运行中结构性矛盾依然突出下，预计后续结构性工具类型及规模或进一步增加。《报告》强调结构性货币政策工具要“聚焦重点、合理适度、有进有退”，根据经济金融形势需要调整优化。其中，“聚焦重点”主要指政策工具支持经济运行中的重点领域和薄弱环节，如小微企业、绿色低碳、科技创新等，解决经济运行中发展不均衡以及转型升级中的难点。“合理适度”是指政策工具的落地需根据经济发展形势调整，避免货币供给“大水漫灌”、资金使用效率低下等；从数据看，截至2023年6月末，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%，与欧元区、英国和日本等相似金融体系基本处于同一水平，我国结构性工具的总量维持在合理水平。“有进有退”一方面指政策工具服务好高质量发展，优先支持资金需求大的重点领域，另一方面指政策工具退出需稳妥有序。从当前看，经济修复仍面临较大压力，结构性问题依然突出，部分领域资金需求仍较大，在此背景下，结构性货币政策工具仍需继续发力，再贷款、专项支持计划等类型或规模有望进一步增加支持小微企业、绿色发展、科技创新等，同时不排除创设新工具支持经济发展、结构转型的可能性。

信号三：统筹金融支持地方债务风险化解，后续金融对化债支持力度或加大

此次《报告》新增“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”的表述，后续金融对化债支持力度或有所加大，银行将发挥更加重要的作用，但考虑到银行经营可持续性以及地方政府道德风险，银行参与化债需在压实地方政府主体责任的前提下，以局部为主谨慎推进。今年以来政策多次强调化解地方债务风险，在地方财政普遍承压下，银行等金融机构将在化债过程中发挥更加重要的作用。但目前商业银行净息差和资产利润率处下降态势，一季度商业银行净息差为1.74%，低于市场利率定价自律机制4月发布的《合格审慎评估实施办法（2023年修订版）》1.8%的监管要求；资产利润率为0.81%，较去年同期有所下降。而以低息

置换高息债务将对银行利润、资本等指标产生负面影响，在此背景下，商业银行参与化债能力或较为有限，若要进一步推动银行参与部分区域债务化解，或仍需政策进一步支持，就央行而言：一方面，需继续保持低利率环境，为低息置换高息债务提供更多空间，我们认为支持金融机构参与化债或也是 8 月 MLF 调降 15BP 的重要原因之一，后续或继续通过降低存款利率、推动存量利率市场化改革等缓解银行负债端约束，支持实体降成本的同时也利于推动贷款置换。另一方面，为商业银行提供资金支持，或可参考保交楼贷款支持计划，以先贷后借的方式为商业银行提供低息甚至免息资金，在商业银行在进行贷款置换后，向央行申请资金支持，对于符合要求的贷款，予以一定比例资金支持。

附表：货币政策执行报告表述对比

	2023年二季度货币政策执行报告	2023年一季度货币政策执行报告
世界经济金融形势	<p>经济增长总体延续恢复势头。美欧通胀继续回落。劳动力市场依然偏强。国际金融市场表现总体回好。主要发达经济体货币政策延续收紧态势，但步伐有所放缓。新兴经济体货币政策分化。通胀回落至疫情前水平尚需时日。全球金融稳定风险上升。经济前景和货币政策不确定性上升。</p>	<p>经济增长放缓。美欧通胀见顶回落，但仍处高位。劳动力市场有所降温。硅谷银行倒闭，瑞士信贷被收购，美欧银行业压力骤升。国际金融市场大幅震荡。主要发达经济体货币政策延续收紧态势，但步伐有所放缓。新兴经济体货币政策分化。高通胀仍较为顽固。金融稳定风险上升。货币政策不确定性增大。</p>
中国宏观经济形势	<p>上半年，面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，各地区各部门认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，宏观政策协同发力，突出做好稳增长稳就业稳物价工作，国民经济持续恢复、总体回升向好。消费稳步恢复，投资平稳增长，进出口保持增长。农业生产形势稳定，工业生产稳步恢复，服务业增长较快。居民消费价格低位运行，核心CPI同比上涨。</p>	<p>一季度，面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，各地区各部门着力稳预期、强信心、抓落实，突出做好稳增长稳就业稳物价工作，疫情防控较快平稳转段，生产需求企稳回升，经济运行开局良好。消费稳步恢复，投资平稳增长，进出口保持增长。农业生产形势稳定，工业生产持续恢复，服务业明显回升。居民消费价格涨幅回落，生产价格降幅走扩。</p>
中国宏观经济展望	<p>国民经济有望持续好转。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。物价有望触底回升。</p>	<p>展望未来，经济延续复苏态势有诸多有利条件。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。物价水平温和上涨，下半年可能逐步回升。</p>
下阶段政策思路	<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会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。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。结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，持续加大对小微企业、科技创新、绿色发展等支持力度。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。发挥好金融在促消费、稳投资、扩内需中的积极作用，保持物价水平基本稳定。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。切实防范化解重点领域金融风险，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，稳步推动中小金融机构改革化险，守住不发生系统性金融风险的底线。</p>	<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融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。关注物价走势边际变化，引导稳定社会预期，支持构建粮食、能源等保供稳价体制机制，保持物价水平基本稳定。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。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。持续发挥政策性开发性金融工具的作用，增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。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，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，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。统筹金融支持实体经济与风险防范，强化金融稳定保障体系，防范境外风险向境内传导，守住不发生系统性金融风险的底线。</p>

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>

