

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 货币政策正在下一盘大棋

2021年08月10日

**事件:**北京时间8月9日,央行发布2021年第二季度中国货币政策执行报告。

- **第一,首次提出货币政策支持区域协调发展。**今年以来政策面屡次提及“不均衡”问题,生产和需求端、上游和下游价格,包括本次提及的区域信贷增长,都存在这一症结。央行表态一是体现跨周期的政策思路,二是将在解决结构性问题上承担更重要角色,结构性宽松的政策基调很明确。
- **第二,首次提出严控“两高”项目信贷规模,给出碳减排支持工具细节。**双碳目标对经济运行造成一定压力,支持工具到位,能更好地平衡稳增长与绿色转型的关系。短期看政策手段是温和的,政治局会议已强调纠正“运动式”减碳;长期看,低碳减排、发展绿色金融趋势不会动摇。
- **第三,新提“今明两年宏观政策衔接”,工作重心稍向中短期目标转移。**二季度政策思路上,央行替换一季度“搞好跨周期政策设计”表述,主因在于中央对经济判断较一季度趋谨慎,外部环境“更趋严峻复杂”。央行表态将加强监测财政收支、政府债发行,预计将积极配合下半年财政政策。
- **第四,重提“坚决不搞大水漫灌”,并未消除再次降准可能。**央行重提这一表述似乎让市场在7月降准后的宽松预期有所“落空”,我们认为政策趋势仍偏宽松,原因是下半年稳增长在政策制订中的权重趋于提升。结合政策面仍将聚焦支持实体经济、纾困中小企业,年内再次降准的可能性仍存。
- **第五,对物价、主要经济体货币政策调整的重视程度提高,央行下半年宽松窗口在逐渐关闭。**二季度物价关注度提高,一是海外宽松政策溢出效应更加凸显、通胀走高,二是PPI最新数据重回9%。此外央行对海外政策步伐也更加重视,美联储Taper预期渐进。结合专栏1表述,我们判断下半年央行的货币政策选择将更加谨慎。
- **第六,利率总体处于合理水平,经济增速基本回到潜在水平,降息可能性不大。**央行判断当前利率水平已为经济平稳运行和高质量发展提供适宜环境,同时6月贷款加权平均利率创新低,中国利率水平较其他主要经济体并不算高。结合近期价格信号平稳,综合判断下半年降息可能性不大。
- **第七,汇率双向波动成为常态,下半年面临贬值压力是大概率事件。**新的形成机制下,汇率波动是对外汇市场供求的合理反映。考虑经济基本面、海外货币政策、市场预期等因素,大方向上半年人民币贬值压力较大。
- **第八,坚定“房住不炒”定位,下半年房地产调控将保持高压态势。**今年以来房地产调控的政策态度坚定,今年5月份起居民房贷进入下行通道,下半年房地产与制造业投资增速差或将进一步收窄。
- **核心观点:或许空间有限,但宽松预期并未“落空”。**
- **风险因素:**全球疫情传播恶化,通货膨胀超预期,美联储提前收紧政策等。

## 目 录

一、Q2 货币政策执行报告释放了哪些信号? .....	3
二、或许空间有限, 但宽松预期并未“落空” .....	5
风险因素 .....	6

## 图 目 录

图 1: 2008-2017 年美欧日央行实施 QE, 但广义货币增速有限 .....	4
图 2: 2021 年 6 月贷款加权平均利率创统计以来新低 .....	4
图 3: 近期市场资金利率较政策利率偏离幅度比往年更窄 .....	5
图 4: 2021 上半年人民币汇率走过三个阶段 .....	5

## 事件:

北京时间8月9日傍晚18点,中国人民银行发布2021年第二季度中国货币政策执行报告。

## 一、Q2 货币政策执行报告释放了哪些信号?

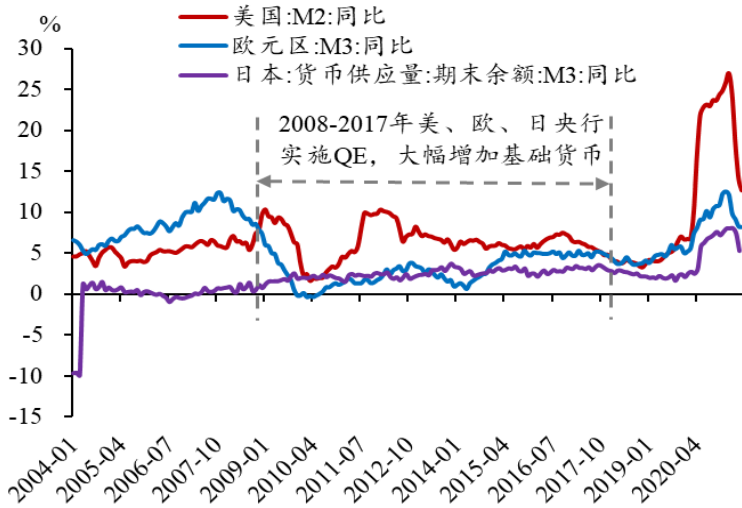
**第一,首次提出货币政策支持区域协调发展,消除结构性症结需要央行发挥更大效用。**央行在专栏3中提出“促进区域经济金融协调发展,对10个信贷增长缓慢省份增加再贷款额度2000亿元”。今年以来,政策面屡次提及的“不均衡”问题,既存在于生产和需求端、工业和服务业、上游和下游价格中,也存在于本次提及的“信贷增长缓慢地区”中。上述结构性问题,很多都在我国经济体系中遗留已久。央行这一表态,一是体现了“跨周期设计”的政策思路,二是表明央行将在消除“不平衡不充分发展”问题上承担更加重要的角色。举措上看,2000亿元再贷款额度已发放1600亿,并有可能“给予进一步支持”,可见结构性宽松是当下明确的政策基调。

**第二,首次提出严格控制高耗能高排放项目信贷规模,给出碳减排支持工具细节。**在一季度“研究推出碳减排支持工具”的基础上,央行在二季度正式“设立支持工具”,明确了“可操作、可计算、可验证”等细节。双碳目标对经济运行造成一定压力,支持工具到位,能更好地平衡稳增长与绿色转型的关系。此外,央行首次提出“严格控制高耗能高排放项目信贷规模,推动‘两高’项目绿色转型升级”,意在进一步引导资金退出两高项目。短期来看,政策手段是温和的,7.30政治局会议强调要“纠正运动式减碳”;长期来看,绿色低碳的趋势不会动摇。

**第三,新提“今明两年宏观政策衔接”,工作重心稍向中短期目标转移。**在下一阶段政策思路,央行表述较一季度有所不同,“搞好跨周期政策设计”替换为“统筹今明两年宏观政策衔接”,工作重心向中短期转移。这主要缘于中央对经济判断较一季度趋向谨慎,体现在二季度报告强调外部环境“更趋严峻复杂”,反映了全球疫情反弹的影响。同时,二季度报告增加“加强对财政收支、政府债发行监测分析”表述,结合7.30政治局会议专门提出“合理把握地方债发行进度、明确要求今年底明年初形成实物工作量”,央行将积极配合下半年财政政策。

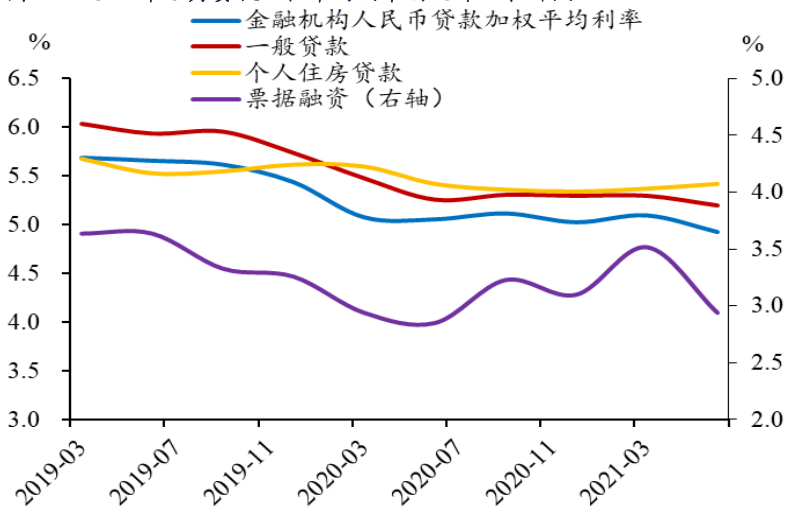
**第四,重提“坚决不搞大水漫灌”,并未消除再次降准的可能。**上一次出现“不搞大水漫灌”表述是在2020年四季度货币政策执行报告,本次报告重提这一表述,似乎让市场在7月降准后的宽松预期有所“落空”。我们认为政策趋势仍偏宽松,原因是下半年稳增长在政策制订中的权重趋于提升,央行表态或意在引导市场莫有“大幅”宽松预期。结合“继续聚焦支持实体经济,助力中小企业和困难行业恢复”的政策思路,我们判断年内再次降准的可能性仍然存在。

**第五,对物价、主要经济体货币政策调整的重视程度提高,央行下半年宽松窗口在逐渐关闭。**央行对物价的关注度提高,一是主要经济体超宽松政策溢出效应更加凸显、通胀明显走高,二是国内PPI涨幅有所扩大。央行在专栏1提出“货币大量超发必然导致通胀,与通胀关系密切的是广义货币,而不是基础货币”,强调下一步货币政策要坚持“稳字当头”、坚持央行和财政两个“钱袋子”定位。考虑到下半年CPI、PPI仍具备涨价基础,货币很难有较大松动空间。此外,央行对海外政策步伐也愈发重视,7月美国非农就业的超预期改善,或加快美联储Taper步伐。整体来看,央行下半年对货币政策的选择会更加谨慎,宽松窗口在逐渐关闭。

**图 1：2008-2017 年美欧日央行实施 QE，但广义货币增速有限**


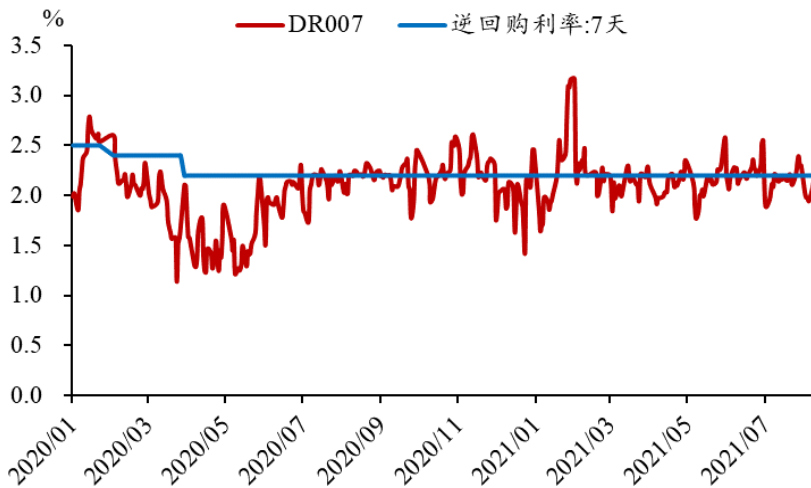
资料来源：万得，信达证券研发中心

第六，利率总体处于合理水平，经济增速基本回到潜在水平，降息可能性不大。2021 年以来 LPR 改革红利持续释放，引领实际贷款利率稳中有降，央行对此判断“从宏观上看我国利率总体处于合理水平，为经济平稳运行和高质量发展提供了适宜的利率环境”。6 月贷款加权平均利率 4.93%，创统计以来新低。我国利率水平“虽较主要发达经济体略高，但在新兴经济体中较低，且在向企业发放贷款的实际利率水平上与美国基本相当”。此外，价格信号平稳，近期 DR007 与 7 天逆回购利率的偏离较往年收窄。综合判断，央行下半年降息可能性不大。

**图 2：2021 年 6 月贷款加权平均利率创统计以来新低**


资料来源：万得，信达证券研发中心

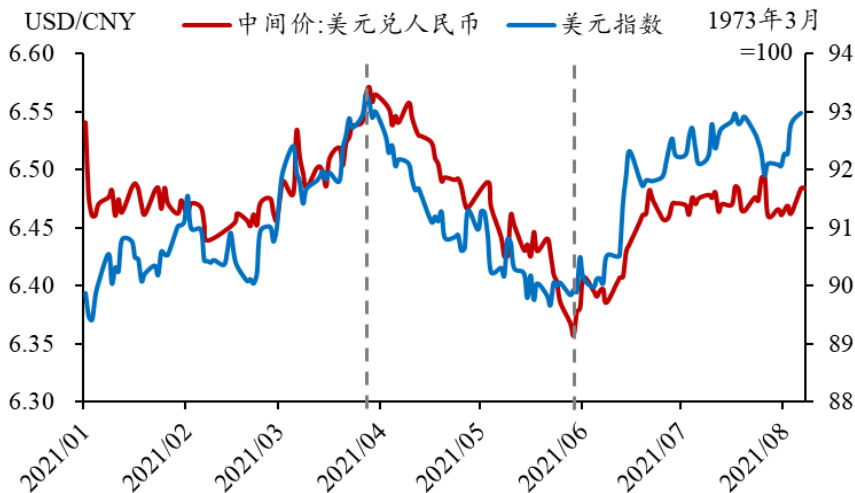
图 3：近期市场资金利率较政策利率偏离幅度比往年更窄



资料来源：万得，信达证券研发中心

**第七，人民币汇率双向波动成为常态，下半年面临贬值压力是大概率事件。**央行在专栏 5 说明“人民币汇率双向波动是国内外经济形势、国际收支状况及国内外外汇市场变化共同作用的结果”，“未来人民币既可能升值也可能贬值，没有人可以准确预测汇率走势”。一方面，新的形成机制下，汇率波动是对外汇市场供求的合理反映；另一方面，我们综合考虑下半年中国经济动能相较美国放缓、美联储 Taper 预期渐进以及市场预期等多重因素，从大方向上判断，下半年人民币汇率的贬值压力较大。

图 4：2021 上半年人民币汇率走过三个阶段



资料来源：万得，信达证券研发中心

**第八，坚定“房住不炒”定位，下半年房地产调控将保持高压态势。**一、二季度货币政策执行报告，7.30 政治局会议中关于房地产调控均强调“房住不炒”，态度坚定，预计下半年高压态势不会改变。受此影响，今年 5 月份起居民房贷进入下行通道，6 月份有所加速，预计 7 月最新数据将呈现相同趋势。从固定资产投资的两年平均增速上看，制造业投资已有较明显改善，下半年房地产与制造业投资增速差或将进一步收窄。

## 二、或许空间有限，但宽松预期并未“落空”

**总量上看，**央行强调不搞大水漫灌，对物价的重视程度提高，Q2 货币政策执行报告传递的宽松信号比市场预期要弱。考虑到下半年经济稳增长的重要性趋于提升，货币政策持续聚焦支持实体经济、纾困中小企业和困难行业

的决心坚定，同时结构性宽松的基调明确、价格信号表现稳定，我们判断下半年货币政策取向仍偏宽松，再次降准的可能性仍然存在，但降息可能性不大。

**节奏上看**，海外超宽松政策的溢出效应更加凸显、通胀明显走高，我国 PPI 最新数据重回 9%，且下半年 CPI、PPI 仍有涨价基础：叠加 7 月美国非农就业超预期改善，美联储 Taper 渐进，央行下半年对货币政策的选择会更加谨慎，宽松窗口在逐渐关闭。

**分行业看**，央行将持续致力于解决我国经济的各类结构性问题，未来或出台更多配套政策支持工业和服务业、上游和下游行业均衡发展。下半年房地产行业的走向较明确，政策高压态势明确，在制造业投资逐步改善的情形下，未来房地产与制造业投资增速差或将进一步收窄。

## 风险因素

---

全球疫情传播恶化，通货膨胀超预期，美联储提前收紧政策等。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_24989](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_24989)

