

下半年货币政策或边际小幅宽松

——对 2021 年二季度货币政策执行报告的解读

宏观点评

财信国际经济研究院

宏观团队 胡文艳

事件：8月9日，中国人民银行发布《2021年第二季度货币政策执行报告》（以下简称“报告”）。

一、经济形势：疫情存变数，外部趋复杂，内部不稳固

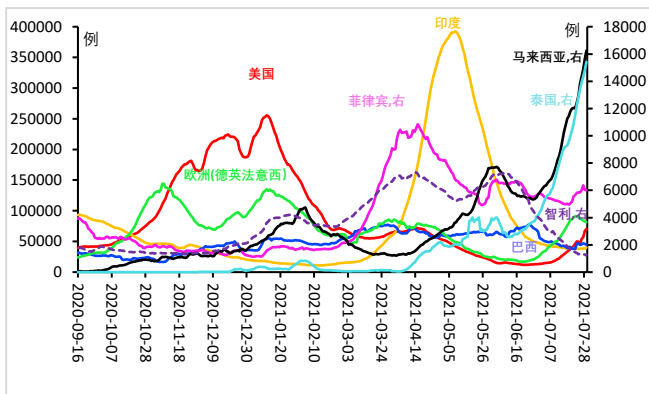
对于经济形势的判断，报告延续了7月30日政治局会议表态，强调“疫情存变数”、“外部环境更趋严峻复杂”、“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”，提出“经济增长动能的可持续性面临一定挑战”，表现出对经济稳增长压力加大的担忧。

“疫情存变数”：一是近期传染性更强的德尔塔变异毒株在超过98个国家或地区肆虐，导致多个经济体疫情出现强劲反弹（见图1），未来全球疫情演进存在较大变数；二是只要仍有部分人口受病毒及其变异毒株的影响，全球就没有哪个国家是安全的，如我国疫情防控成效居全球之首，但受海外输入疫情影响，7月份以来德尔塔变异毒株已在全国多省市蔓延，对经济形成较大短期扰动。

“外部环境更趋复杂严峻”：一是疫苗获取能力已成为世界经济的主要断层，发达经济体与新兴经济体复苏分化加剧，且为应对通胀压力，部分新兴经济体已经开始加息（见图2），或进一步拉大上述不平衡；二是全球供需错配仍然存在，加上主要发达经济体流动性极度宽松，通胀上行风险尚待观察；三是全球劳动力市场复苏相对偏慢，如美欧就业状况距离疫前水平有较大差距，根据国际劳工组织预测，2021年全球仍将至少有2.2亿人失业；四是受主要发达经济体通胀与经济复苏均超预期影响，其货币政策转向概率增加，或引发金融市场估值调整、增大部分新兴经济体资本流出和汇率贬值等压力。

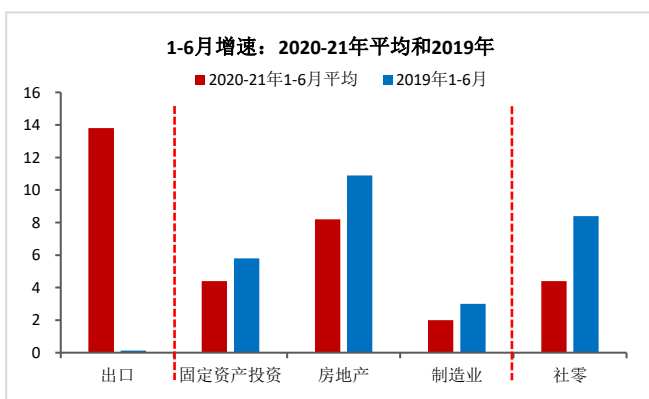
“国内仍不稳固、不均衡”：一是消费、制造业投资等内生动能恢复持续偏弱，如上半年两者两年平均增速分别为4.4%、2.0%，尚不足疫前（2019年）的六成和七成（见图3），且未来两者修复提速仍面临制约；二是出口、房地产投资等前期经济增长主力面临放缓压力，如受海外供需缺口弥合和高基数影响，下半年出口大概率高位趋缓，同时国内楼市监管政策已全面趋严，房地产投资也将趋于回落；三是中下游中小企业仍面临较大困难，如受原材料价格高企、海运物流不畅、招工困难等因素影响，中下游中小企业利润空间受到挤压，上游投资、增加值和利润数据均好于中下游，大型企业制造业PMI长期高于中小企业制造业PMI（见图4）。

图 1：各国新冠肺炎新增确诊病例（MA7）



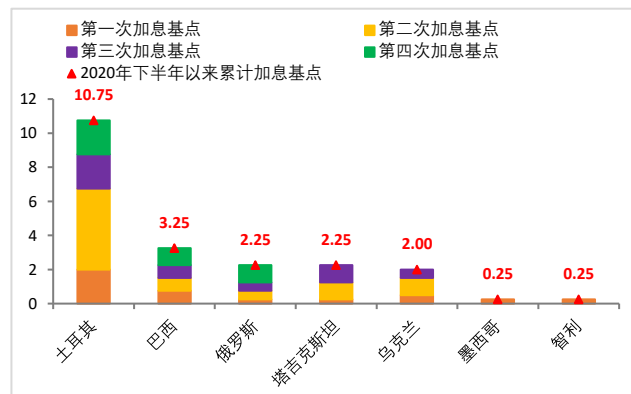
资料来源：WIND，财信研究院

图 3：上半年经济恢复仍然不稳固、不均衡



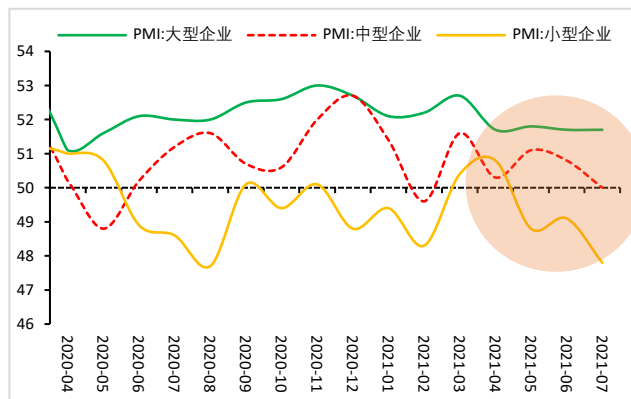
资料来源：WIND，财信研究院

图 2：部分新兴市场经济体已多次加息



资料来源：WIND，财信研究院

图 4：小型企业 PMI 回落较多



资料来源：WIND，财信研究院

二、物价形势：国内整体可控，但全球上行风险需密切关注

面对美国等主要经济体通胀不断刷新 20 世纪 90 年代以来的新高，国内 PPI 仍维持高位，在一季度货币政策执行报告已开辟专栏讨论物价的基础上，本次报告再度设置专栏，1《正确认识货币与通胀的关系》，对物价走势做出指引。报告认为：

全球通胀上行风险仍需密切关注。一是疫情爆发以来，美、欧、日等主要发达经济体，实施了极度宽松货币政策和大规模财政刺激的政策组合，由政府主导推动货币大幅增长，对通胀形成关键支撑，货币与通胀的关系没有变化；二是受变异毒株在多个国家传播加快导致疫情反弹影响，全球经济恢复过程中的供需错配仍然存在，加上美国新一轮基建刺激或加快落地、全球需求继续恢复，大宗商品价格上涨动能尚未完全消退。但通胀会否持续下去，市场存在较大分歧，需密切关注。

国内通胀压力整体可控。一是我国货币供应量增速自去年 5 月起就逐步回归正常，2021 年 6 月末的 M2 增速与疫前水平已基本相当、与名义经济增速基本匹配，有利于从根本上稳住物价。二是受全球大宗商品价格上涨和去年低基数的影响，我国 PPI 面临阶段性上涨压力，但随着全球生产供给恢复、基数效应消退，预计 PPI 短期维持高位、未来或趋于回落；同时疫后国内供给修复持续快于需求，加上近年来 PPI 向 CPI 的传导关系明显减弱，预计未来 CPI 总体也偏平稳。

三、货币政策：边际小幅宽松，结构性发力为主

面对国内经济稳增长压力有所加大，通胀走势整体可控，但需密切关注海外输入性通胀风险的宏观环境，报告明确指出下一阶段要“坚持实施正常的货币政策”、要“搞好跨周期政策设计，增强宏观政策自主性，根据国内经济形势和物价走势把握好政策力度和节奏”，表明未来货币政策或大概率趋于边际宽松，但整体力度偏温和。

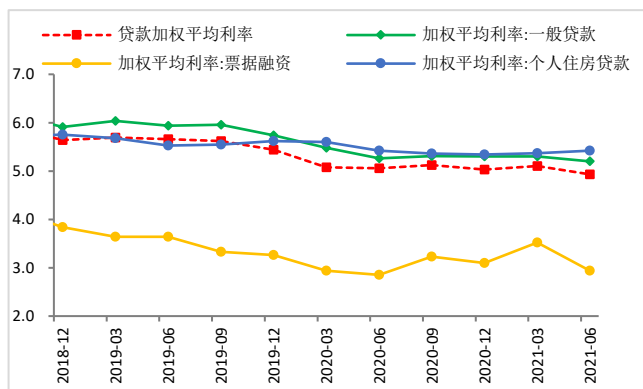
一是总量上稳健取向不变，但或加大对短期流动性扰动的对冲力度，不排除下半年继续降准的可能性。其一，报告反复强调“坚决不搞‘大水漫灌’”、坚持“稳字当头”，反映出货币政策稳健取向不变，大幅宽松概率不大。其二，报告指出今年上半年货币政策力度已基本回到疫前常态水平，表明货币退潮已结束，下半年随着基本面走弱流动性将有所改善；其三，报告新增“加强对财政收支、政府债券发行、主要经济体货币政策调整等不确定性因素的监测分析，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性”表述，指向央行对流动性的调控或更趋精细化。具体看，下半年国内政府债券总供给同比多增0.6万亿左右，加上MLF到期规模高达4.15万亿元，比去年同期多1.6万亿元，短期流动性冲击不容小觑，同时未来美联储Taper也会对市场流动性产生扰动；但央行已提前于7月份降准1个百分点，释放长期资金约1万亿元，加上下半年碳减排支持工具、再贷款等也有利增加基础货币，预计央行将视市场流动性变化灵活调整，以保证流动性合理充裕，不排除在必要时再次降准。

二是价格上十年期国债收益率下行空间或有限，降成本主要依靠金融机构让利，下半年降息概率偏低。其一，6月末国内贷款加权平均利率、一般贷款加权平均利率分别为4.93%和5.2%，均创有统计以来新低（见图5），且与国际相比较，目前我国利率水平虽比主要发达经济体略高一些，但在发展中国家和新兴经济体中相对较低，未来进一步下行空间或已有限。其二，当前国内剔除通胀因素后的实际利率（名义贷款利率-综合通胀指数）水平已降至零以下，处于历史低位区间（见图6），也反映出其进一步大幅下降的必要性和空间均有限。其三，四季度美联储释放讨论Taper信号的概率偏大（详见报告《美联储货币收紧：未来将至》），加上下半年国债供给大幅增加，均对利率上行形成一定拉动；其四，报告提出下一步将持续释放LPR改革潜力，同时优化存款利率监管，保持银行负债端成本基本稳定，并督促银行将政策红利传导至实体经济，预计金融机构让利将仍是降成本，特别是降低小微企业综合融资成本的抓手。

三是结构上信贷增长缓慢省份和绿色金融两大领域政策力度加码值得期待。下半年结构性政策发力仍是主基调，但操作上除了继续加大对科技创新、小微企业、绿色发展、制造业等领域的支持外，两大新亮点值得关注。其一，报告开辟专栏3《货币政策支持区域协调发展》，详细介绍加大对信贷增长缓慢地区的信贷支持力度。其背后的原因，在于国内各地区社零消费增速与流向本地区的信贷增速高度相关，但近年来受北方地区社融占全国社融的比重持续回落影响，国内消费“南强北弱”的分化态势加剧，尤其是疫后东北、华北、西北地区社零持续疲弱，对经济主动力-消费形成重要拖累（见图7-8）。为畅通经济金融良性循环、促进区域协调发展，充分

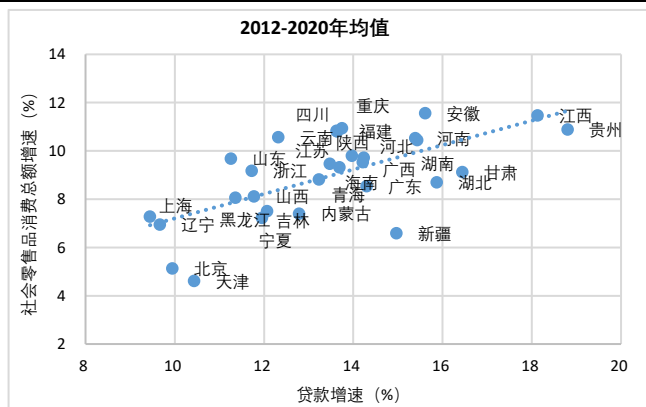
发挥消费的基础性作用，预计中长期内央行都会进一步加大对信贷增长缓慢地区的支持力度。**其二**，绿色金融支持力度有望加大、节奏或提速。如本次报告提出“有序推动碳减排支持工具落地生效”，与一季度货币政策执行报告“研究推出央行碳减排支持工具”表述相比，表明对碳达峰、碳中和金融支持或提速；同时本次报告较以往报告对绿色金融的着墨明显更多、支持方向更明确，预计未来支持力度也有望加大。

图 5：贷款加权平均利率已降至历史最低位



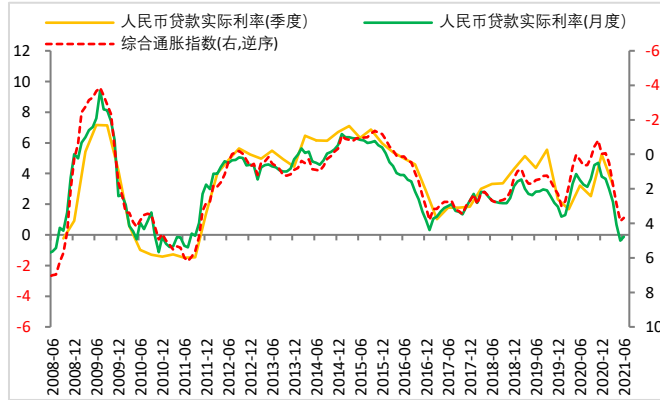
资料来源：WIND，财信研究院

图 7：社零消费增速与贷款增速正相关



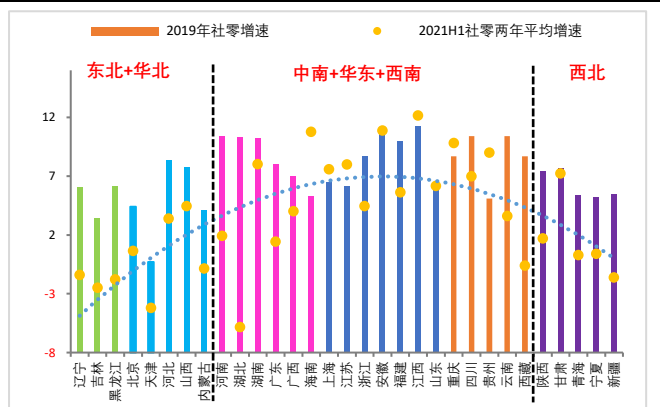
资料来源：WIND，财信研究院

图 6：人民币贷款实际利率已转负降至历史低位区间



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：分地区社零增速（%）



资料来源：WIND，财信研究院

四、预计下半年汇率波动弹性加大

一是报告强调随着人民币汇率形成机制改革持续推进，近年来市场在汇率形成中已发挥决定性作用，人民币汇率双向波动已成为常态；加上未来我国将持续稳慎推进人民币国际化，预计人民币汇率弹性有望进一步加大。

二是年内中美货币政策周期将反向变化，全球将面临美联储收紧货币政策溢出效应的冲击，报告强调“要增强宏观政策自主性”，即货币政策以实现国内均衡和国内目标为主，面对外部冲击将充分发挥汇率的缓冲器作用，预计汇率保持基本稳定的同时，双向波动弹性加大。

三是从经济基本面的变化看，受益于发达经济体新冠肺炎疫苗接种取得进展，加上

极度宽松的货币财政环境，下半年美国等发达经济体经济恢复势头或保持强劲，与我国经济增长差距将进一步收窄，或对人民币汇率也会产生一定影响。

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_25003

