

2020年08月06日

货币政策的长短期平衡

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfei1@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

● **央行对国内外经济研判不同、强调把握扩大内需，物价短期扰动不改长期趋势**。报告对国内经济研判偏乐观、世界经济较为悲观，强调“牢牢把握扩大内需这个战略基点”。相较一季度，报告对疫情冲击的认定由“前所未有”改为“严重冲击”，认为二季度经济表现明显好于预期，经济进入“供给快速恢复、需求逐步改善”阶段，“下半年经济增速有望回到潜在增长水平”，而世界经济陷入衰退。**物价存在短期扰动、保持关注，不存在长期通胀或通缩基础**。报告指出物价存在一些短期扰动，包括汛期对农产品运输，及发达经济体货币宽松对国际大宗商品、疫情对供应链和产业链等影响。我们预计，中性情景下，未来1-2个月CPI或有所抬升，不改全年下行态势；下半年PPI同比或逐步抬升，但仍处于通缩区间。

● **政策方向不变，更加注重精准导向、跨周期设计和调节，强调与财政部门协同政策基调维持不变，更加注重精准导向、跨周期设计和调节**。二季度执行报告关于货币政策方向、注重结构和跨期调节等表述，均与7月底中央政治局会议定调一致；并进一步明确M2和社融规模合理增长、流动性合理充裕，强调支持实体经济恢复和可持续发展，发挥结构性工具“精准滴灌”作用、提高政策“直达性”。**明确货币市场利率锚，强调加大对制造业中长期融资支持、与财政部门有机协同等**。二季度报告指出，“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”，与我们前期判断基本一致，当前流动性环境尚不具备持续收紧的宏观基础。相较一季度，央行强调加大制造业中长期融资支持、与财政部门有机协同等。重申“房住不炒”定位下，报告指出实施好房地产金融审慎管理。

● **专栏4重点分析全球低利率原因、效果等；贷款利率回落，银行超储率偏低**。前3个专栏以回顾成果为主，专栏4分析全球低利率、认为利率并不是越低越好。专栏1-3分别介绍了结构性货币政策工具体系、利率传导机制、包商银行风险处置方面的工作；专栏4分析全球低利率，主要缘于政策、经济潜在增速下降等因素，指出利率过低会导致“资源错配”、“脱实向虚”等诸多负面影响，低利率局限性已引起发达经济体货币当局反思，强调我国坚持实施正常的货币政策。**企业和居民贷款加权平均利率均有所回落，银行超储率偏低**。6月，贷款加权平均利率5.06%，较3月回落0.02个百分点。其中，一般贷款和个人住房贷款加权平均利率分别为5.26%和5.42%，分别3月回落0.22个百分点和0.18个百分点。6月银行超额准备金率1.6%、为2018年以来同期新低，7月可能进一步下降。

● **风险提示**：海外疫情加速恶化；金融风险累积导致政策出现调整。

相关研究报告

《宏观深度报告-“双循环”驱动系列
(一)“国内国际双循环”的全球视野》

-2020.8.4

《宏观经济专题-解密十万亿社融资金流向》-2020.8.4

《宏观经济专题-突出的就业压力，是政策决策的核心变量》-2020.8.3

目 录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 1、 央行对国内外经济研判不同、强调把握扩大内需 | 3 |
| 2、 政策方向不变，更加注重精准导向、跨周期设计和调节 | 3 |
| 3、 专栏重点分析全球低利率、认为利率并不是越低越好 | 3 |
| 4、 风险提示 | 5 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|---|
| 表 1： 2020 年一、二季度货币政策执行报告主要内容对比表 | 4 |
|---------------------------------------|---|

8月6日央行发布二季度货币政策执行报告，我们简评如下。

1、央行对国内外经济研判不同、强调把握扩大内需

报告对国内经济研判偏乐观、世界经济较为悲观，强调“牢牢把握扩大内需这个战略基点”。相较一季度，报告对疫情冲击的认定由“前所未有”改为“严重冲击”，认为二季度经济表现明显好于预期，经济进入“供给快速恢复、需求逐步改善”阶段，“下半年经济增速有望回到潜在增长水平”，而世界经济陷入衰退。

物价存在短期扰动、保持关注，不存在长期通胀或通缩基础。报告指出物价存在一些短期扰动，包括汛期对农产品运输，及发达经济体货币宽松对国际大宗商品、疫情对供应链和产业链等影响。我们预计，中性情景下，未来1-2个月CPI或有所抬升，不改全年下行态势；下半年PPI同比或逐步抬升，但仍处于通缩区间。

2、政策方向不变，更加注重精准导向、跨周期设计和调节

政策基调维持不变，更加注重精准导向、跨周期设计和调节。二季度执行报告关于货币政策方向、注重结构和跨期调节等表述，均与7月底中央政治局会议定调一致；并进一步明确M2和社融规模合理增长、流动性合理充裕，强调支持实体经济恢复和可持续发展，发挥结构性工具“精准滴灌”作用、提高政策“直达性”。

明确货币市场利率锚，强调加大对制造业中长期融资支持、与财政部门有机协同等。二季度报告指出，“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”，与我们前期判断基本一致，当前流动性环境尚不具备持续收紧的宏观基础。相较一季度，央行强调加大对制造业中长期融资支持、与财政部门有机协同等。重申“房住不炒”定位下，报告指出实施好房地产金融审慎管理。

3、专栏重点分析全球低利率、认为利率并不是越低越好

前3个专栏以回顾成果为主，专栏4分析全球低利率、认为利率并不是越低越好。专栏1-3分别介绍了结构性货币政策工具体系、利率传导机制、包商银行风险处置方面的工作；专栏4分析全球低利率，主要缘于政策、经济潜在增速下降等因素，指出利率过低会导致“资源错配”、“脱实向虚”等诸多负面影响，低利率局限性已引起发达经济体货币当局反思，强调我国坚持实施正常的货币政策。

企业和居民贷款加权平均利率均有所回落，银行超储率偏低。6月，贷款加权平均利率5.06%，较3月回落0.02个百分点。其中，一般贷款和个人住房贷款加权平均利率分别为5.26%和5.42%，分别3月回落0.22个百分点和0.18个百分点。6月银行超额准备金率1.6%、为2018年以来同期新低，7月可能进一步下降。

表1: 2020年一、二季度货币政策执行报告主要内容对比表

| | 2020Q1 | 2020Q2 |
|---------------|---|--|
| 重要数据 | 贷款加权利率 5.08%，一般贷款加权利率 5.48% 金融机构超额准备金 2.1% | 贷款加权利率 5.06%，一般贷款加权利率 5.26% 金融机构超额准备金 1.6% |
| 专栏 | 我国货币政策向实体经济传导更为通畅 再贷款再贴现精准助力抗击疫情和经济社会发展 贷款市场报价利率（LPR）改革取得重要成效 新冠肺炎疫情对全球和我国经济的影响及应对分析 | 完善结构性货币政策工具体系 完善利率传导机制 包商银行风险处置回顾 怎样看待全球低利率 |
| 经济形势分析 | 今年第一季度，新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击。但新冠肺炎疫情的影响是总体可控的，短期面临的巨大挑战改变不了中国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面……货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应……结构性货币政策积极有效……稳妥果断防控金融风险，金融体系总体健康……结构性、体制性、周期性问题相互交织，经济发展面临的挑战前所未有……针对新冠肺炎疫情造成需求不足、消费减少、企业经营困难、就业压力增大等问题，加大宏观政策逆周期调节力度，坚定实施扩大内需战略，统筹推进疫情防控和经济社会发展工作。 | 2020年以来，新冠肺炎疫情给我国经济社会发展带来 严重冲击 ……统筹疫情防控和经济社会发展工作取得重大成果…… 我国经济展现出强劲韧性 ，在常态化疫情防控中经济社会运行基本趋于正常……经济已由第一季度疫情带来的“供需冲击”演进为第二季度的“供给快速恢复、需求逐步改善”，市场预期总体稳定， 下半年经济增速有望回到潜在增长水平 。我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期…… 世界经济陷入衰退 ，国内经济还面临不少挑战……上半年为对冲疫情影响，逆周期调节力度有所加大，宏观杠杆率出现阶段性上升。随着经济增速向潜在水平回归， 宏观杠杆率也将逐步回归至合理水平 …… 认真办好自己的事 ，将改革和调控、短期和长期、内部均衡和外部均衡结合起来，增强经济竞争力、创新力、抗风险能力， 牢牢把握扩大内需这个战略基点 ，大力保护和激发市场主体活力，抓实经济社会发展各项工作。 |
| | 物价形势总体可控，通胀预期基本平稳，对未来变化需持续观察……短期内，新冠肺炎疫情等因素可能从供求两个方面继续对物价形成扰动，应保持密切监测分析。从基本面看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩的基础。 | 物价涨幅总体下行 ……近期部分省份汛情可能给农产品生产运输造成一些影响，发达经济体货币供应量快速攀升未来可能推高大宗商品价格，加之全球疫情演进及防控措施对 供应链、产业链的冲击还有不确定性 ，仍需对各种因素可能导致的短期物价扰动保持密切关注。中长期看…… 货币条件合理适度 ，不存在长期通胀或通缩的基础。 |
| 政策基调 | 稳健的货币政策要更加灵活适度，根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏……把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置，运用总量和结构性政策，保持流动性合理充裕……充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用……持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，疏通货币政策传导机制，引导贷款市场利率下行。协调好本外币政策，处理好国内经济和对外经济之间的平衡。 | 稳健的货币政策更加灵活适度、 精准导向 ……实现稳增长和防风险长期均衡……坚持把支持实体经济恢复与 可持续发展 放到更加突出的位置，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策工具的 精准滴灌作用 ，提高政策的“直达性”……处理好内外经济平衡，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。 |
| 政策展望 | 稳健的货币政策更加灵活适度，强化逆周期调节，保持流动性合理充裕……保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高……维护我国在全球主要经济体中少数实行正常货币政策国家的地位……充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务…… | 稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向……综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕， 引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行 ，保持货币供应量和社会融资规模 合理增长 ……支持经济增长向潜在增速回归……推动金融体系向各类企业合理让利。 加强与财政部门有机协同 ，促进政府债券顺利发行……积极发挥再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的牵引带动作用…… |

| | |
|--|--|
| <p>发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用，更好地服务实体经济...加强政策协调，促进金融要素流向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费双升级...发展供应链金融，依托核心企业信用加大对中小微企业融资支持...坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。</p> | <p>发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用，更好地服务实体经济...建立健全银行增加小微企业贷款投放的长效机制。长短兼顾、综合施策...推动制造业银企对接，加大制造业中长期融资支持。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，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度。</p> |
| <p>完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用。加强金融债券管理制度建设...支持民营企业股权融资和发行债券融资，增强金融服务实体经济能力。促进公司信用类债券信息披露标准统一，完善相关制度建设...</p> | <p>完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用...加强制度建设、完善债券市场管理制度，促进制度标准统一，提升债券市场效率；支持民营企业发行债券融资...加强金融市场基础设施统筹监管与互联互通...</p> |
| <p>深化金融供给侧结构性改革...更好发挥开发性、政策性金融机构的作用。持续深化大型商业银行和其他大型金融企业改革...提高经营管理水平和风险控制能力。</p> | <p>深化金融供给侧结构性改革...充分发挥开发性、政策性金融在支持经济结构转型和高质量发展中的作用。以强化公司治理机制为核心，持续深化商业银行和其他金融企业改革...提高经营管理水平和风险控制能力。</p> |
| <p>继续打好防范化解重大金融风险攻坚战，确保风险总体可控、持续收敛，坚决守住不发生系统性风险的底线...确保党中央决策部署的各项风险化解任务目标如期完成，为 2020 年全面建成小康社会营造良好的金融环境。</p> | <p>继续打好防范化解重大金融风险攻坚战，确保风险总体可控、持续收敛，坚决守住不发生系统性风险的底线...把握好抗击疫情、恢复经济和防控风险之间的关系，稳妥推进各项风险化解任务...支持银行特别是中小银行多渠道补充资本和完善治理，加大不良贷款处置力度，增强金融机构的稳健性。</p> |

资料来源：中国人民银行，开源证券研究所

4、风险提示

海外疫情加速恶化；金融风险累积导致政策出现调整。

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_3366



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn