

证券研究报告 / 宏观数据

货币政策表态中性，注重落地见效

——2020年二季度货币政策执行报告点评

报告摘要：

货币政策表态中性，政策利率短期内预计保持平稳。总量上看，货币政策维持“流动性合理充裕”表述，表明货币并未进一步收紧。但具体操作上，注重精准导向，整体表态偏中性，表明下半年增量有限。价格层面，央行未提“引导贷款市场利率下行”，与政治局表述相一致，即“用改革的办法推动综合融资成本明显下降”。央行对低利率政策持谨慎态度，将货币市场利率压低的原因归结为市场化的力量，我们预计短期内政策利率下调空间不大，大概率保持平稳。央行本次还重点提出将发挥 MLF 利率、OMO 利率作为中短期市场利率的中枢作用，用于传达央行利率调控的信号。意味着市场利率也将保持平稳波动，未来继续上行空间不大。

下半年结构性货币政策工具将发挥主要效用。当前经济形势逐步转好，政策的重心由疫情防控、复工复产逐步转向稳企业保就业，货币政策也更加注重精准性和直达性。央行指出结构性货币政策工具的使用，能够有效提高资金使用效率，促进信贷资源流动经济薄弱和重点环节。从目前使用情况来看，1 万亿再贷款再贴现剩余额度超 5000 亿元，两类创新直达实体货币政策工具也刚进入首次操作阶段，目前整体政策剩余空间不小，下半年可能将着重发挥这两项工具的效用。

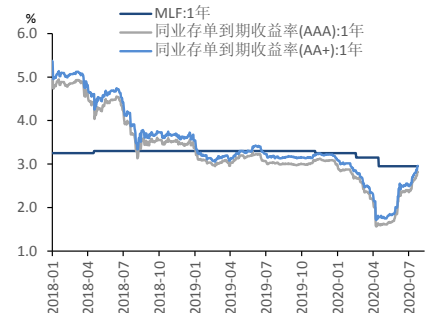
下半年信用投放保持平稳，注重制造业融资支持。本次报告指出，“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，与政治局会议表述相一致，较一季度货币政策执行报告中“与名义 GDP 增速基本匹配并略高”的表述较为收敛。我们认为这可能对于央行关注二季度宏观杠杆率上升问题有关，更加强调风险意识。央行对于信贷投放更加注重见效落地，强调与实际需求相匹配，表明信用扩张最快的时期已经过去。

通胀水平总体下行，我国不存在长期通胀或通缩的基础，暂不制约货币政策取向。但考虑到发达经济体货币供应量快速攀升、全球供应链产业链的不确定性，应对短期物价扰动进行密切关注。房地产调控继续从严，强调预期管理。

我们认为债市短期内仍将延续震荡格局。央行暂未释放进一步宽松信号，基本面也继续确认回暖态势，债市难有趋势性机会。考虑到资金利率预计保持平稳、近期外资等市场配置力量有所升温、信用投放最快的时期已过，7 月以来风险偏好的快速抬升对债市的压制作用可能也将有所减缓，预计短期内利率上行有顶。

风险提示：外部环境持续恶化，货币政策进一步收紧。

相关数据



相关报告

《国内大循环与宽信用——7 月政治局会议点评》

20200801

《债市快速调整的压力已过——流动性周度观察（2020 年第 29 周）》

20200719

《Q2 经济如期正增长，货币政策不宜过早退出——6 月经济数据点评》

20200717

《如何理解央行最新政策信号？——流动性周度观察（2020 年第 28 周）》

20200714

《下半年信用投放将减缓，但同比表现趋稳》

20200712

《货币政策退出尚早，债市具备安全边际——流动性周度观察（2020 年第 25 周）》

20200621

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003
15216889116 liuxingc@nesc.cn

1. 货币政策表态中性，政策利率短期内预计保持平稳

整体上看，央行对于货币政策的总基调判断与前期政治局会议保持一致。即“稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。”较一季度货币政策报告增加了“精准导向”，删除了“强化逆周期调节、以更达的政策力度对冲疫情影响”。说明货币政策力度较前期是有所收敛的，尤其是在总量层面的增量有限，下半年可能将率先发挥前期推行的结构性货币工具的效用。这一方面源于当前央行对于国内经济预期的判断转好，另一方面与央行对于低利率的谨慎态度有关。但我们认为央行整体表态偏中性，并非释放货币收紧信号。

从国内外经济形势判断来看，首先，央行认为当前经济形势逐步转好，政策的重心由疫情防控、复工复产逐步转向稳企业保就业。央行本次报告中对于经济形势的判断表述为，“经济加快恢复，下半年经济增速有望回到潜在增长水平”，而一季度报告中还停留在“复工复产正在逐步接近或达到正常水平”。其次，对于外部环境的判断，央行表态更加强调风险意识，相对应的我们认为央行当前的举措可能也是为将来保留一定的政策空间。报告中指出，“国际疫情仍处于较长的高峰平台期，不稳定性不确定性较大，我国防范疫情输入和世界经济风险的压力仍然较大。”

在价格层面，央行继续重申“综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕”，同时强调“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”，意味着流动性环境并未进一步收紧。央行本次还增设专栏《怎样看待全球低利率》，强调低利率的局限性已引起发达经济体货币当局的反思，利率过低会造成“资源错配”“脱实向虚”等负面影响。我们对此理解认为，央行对于低利率政策持谨慎态度，短期内政策利率下调空间不大，大概率保持平稳。

央行强调我们一直坚持的是正常的货币政策，二季度以来逆回购利率保持 2.2% 不变，一是表明我们的政策立场坚定，未受其他经济体宽松政策的影响。二是发出明确的平稳信号，维持货币市场利率运行平稳。同时，央行将 4 月份货币市场利率压低的原因归结为市场化的力量，可能源于投资者未理解央行调降超额存款准备金利率的意图在于鼓励信贷投放，并非鼓励市场利率的持续下行。即“银行间市场参与者受发达经济体中央银行采取零利率和量化宽松货币政策影响，压低了货币市场利率，一度脱离了公开市场操作利率。5 月下旬以来市场预期回归理性，货币市场利率回升至公开市场操作利率附近。”

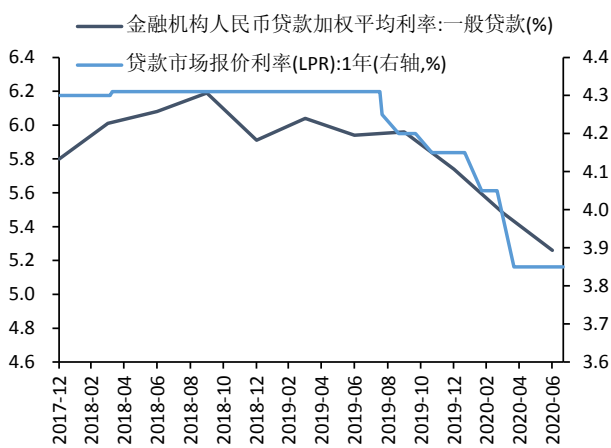
央行本次还重点提出将 MLF 利率作为中期政策利率，OMO 利率作为短期政策利率，二者将发挥中期和短期市场利率的中枢作用，共同构成央行政策利率体系，传达央行利率调控的信号，是当前完善利率传导机制的重要环节。公开市场操作利率发挥短期市场利率中枢的作用，主要对标回购利率。而中期借贷便利利率是中期市场利率运行的中枢，对标国债收益率、同业存单利率等。同时，央行还增设专栏《完善利率传导机制》，强调了央行政策利率必然是市场利率定价的基础，也是市场利率运行的中枢，央行可以通过边际的资金投放来主导市场利率。

贷款利率方面，央行本次未提“引导贷款市场利率下行”，取而代之的是“用改革的办法推动综合融资成本明显下降”，与政策局表述相一致，即以政策落地见效为

最终导向。我们认为对于未来综合融资成本的下降主要来源于三部分。一是存量贷款定价基准转换还在进行中。截至6月末，总体转换进度已经达到55%，企业部分贷款转换进度为76%，央行要求于8月底前转换完毕。二是二季度LPR保持不变，但新发放贷款利率仍在下行中。上半年一般贷款加权平均利率下降0.48个百分点，超过同期LPR 0.3个百分点的降幅。三是结构性货币政策工具，如再贷款再贴现等将继续提供低成本资金。

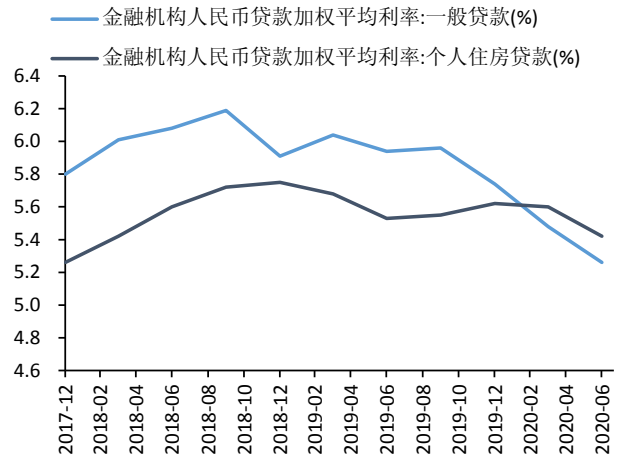
存款利率方面，央行肯定了目前通过LPR改革来推进存款利率市场化的成果，说明存款基准利率的下调目前不在政策考量范围内。即在存款基准利率保持不变的情况下，通过LPR改革推动贷款利率的下行，进而引导银行主动调低其存款利率。目前来看，大额存单发行利率、货币市场利率、结构性存款、银行理财产品收益率等均出现一定的下行。

图 1: 一般贷款加权平均利率与 LPR



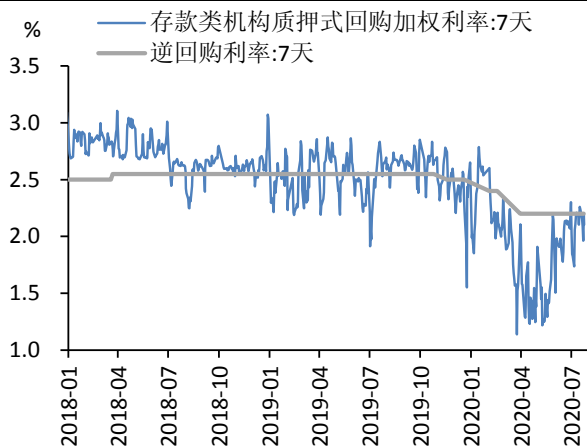
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 一般贷款与个人住房贷款加权平均利率



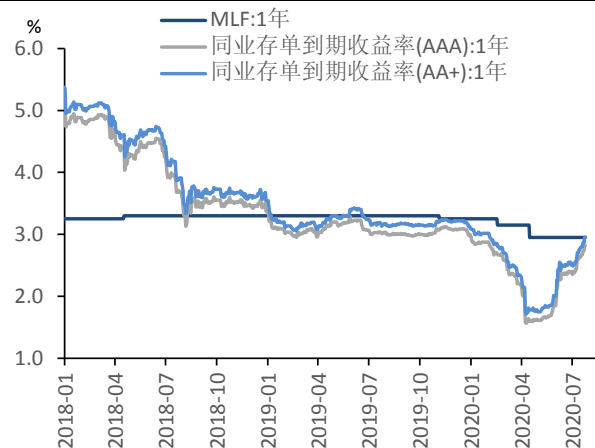
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: OMO 利率与 DR007



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: MLF 利率与同业存单利率



数据来源: 东北证券, Wind

2. 下半年结构性货币政策将发挥主要效用

二季度货币政策报告中，更加强调了结构性货币政策的重要性和必要性，预计下半年结构性政策将发挥主要效用。较总量工具而言，结构性货币政策着重发挥精准滴灌和直达性，重点加强货币工具在“稳企业保就业”的作用。

央行开设专栏《完善结构性货币政策工具体系》，对于当前结构性货币政策的重要性、功能性、工具类型进行详细阐述。结构性货币政策工具能够在支持经济结构和转型升级方面发挥重要作用。“货币政策不能只注意总量，结构性货币政策而有利于提高资金使用效率，促进信贷资源流向更有需求、更有活力的重点领域和薄弱环节，加强总量调控效果”。目前结构性货币政策工具主要有三种：“三档两优”存款准备金框架；再贷款、再贴现政策；两个创新直达实体经济的货币政策工具，如普惠小微企业贷款延期支持工具、普惠小微企业信用贷款支持计划。央行对结构性货币政策工具的效用分为三种：建立对金融机构的正向激励机制，引导金融机构加强对实体经济重点领域的支持力度；建立“报销”机制，通过向金融机构提供低成本资金引导信贷投放；发挥利率引导作用，降低社会融资成本。

目前来看，已推出的结构性货币政策工具仍未使用完毕，下半年将继续发挥重要作用。截至6月末，3000亿元专项再贷款和5000亿元再贷款、再贴现政策已基本执行完毕。截至7月27日，1万亿元再贷款、再贴现政策累计发放优惠利率贷款4573亿元；对于普惠小微企业信用贷款支持计划，原定提供4000亿元再贷款资金，预计可带动地方法人银行新发放普惠小微企业信用贷款约1万亿元。近期央行开展了首次信用贷款支持计划操作，符合条件的信用贷款本金709亿元；对于普惠小微企业贷款延期支持工具，原定计划提供400亿元再贷款资金，近期即将开展首次利率互换操作。

3. 下半年信用投放保持平稳，注重制造业融资支持

本次报告指出，“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，与政治局会议表述相一致，较一季度货币政策执行报告中“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”的表述较为收敛。这一表态其实也基本与易纲行长此前提出的今年新增信贷20万亿、社融超30万亿的目标相一致。我们认为这可能对于央行关注二季度宏观杠杆率上升问题有关，更加强调风险意识，对于信贷投放更加注重见效落地，表明信用扩张最快的时期已经过去，下半年信贷投放整体以平稳为主。报告中指出，“促进贷款投放与市场主体实际资金需求相匹配，使资金平稳有序地投放实体经济。”整体来看，我们预计下半年信贷投放增速逐步放缓，预计6月份是全年增速高点，而社融在政府债券的支撑下，或将于10月前后迎来全年增速高点。从具体投向来看，注重引导资金重点流向制造业、中小微企业，继续把控房地产的总闸门。

4. 通胀水平总体下行，暂不制约货币政策取向

报告认为“物价涨幅总体下行，货币政策保持稳健，不存在长期通胀或通缩的基础”。我们认为通胀仍不是当前制约央行进行货币决策的主要因素。7月份受南方汛情、猪肉供给放缓以及需求量回暖等因素影响，猪价和菜价环比出现明显上涨，据我们测算，预计将带动CPI小幅抬高至2.9%左右，随后将逐步下行，年内通胀压力不大。对于PPI而言，考虑到6月份PPI回升至-3%，预计下半年在中性情景下PPI中枢或抬升至-2%左右，整体呈现弱势回升的态势。但央行指出因发达经济体货币供应量快速攀升、加之全球供应链、产业链的不确定性，未来可能会推高大宗商品价格，需要对短期物价扰动进行密切关注。

5. 房地产调控继续从严，强调预期管理

央行对于房地产从严调控的表态更加明确，并强调预期管理，保持房价地价的稳定性。相较一季度货币政策执行报告，本次继续保留“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，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性”。对于房住不炒的定位增加“牢牢”两字，即牢牢把握房地产的总闸门。同时增加“坚持稳地价、稳房价、稳预期，实施好房地产金融审慎管理制度”的表述。只有稳定房价上涨的预期，才能够顺利引导资金流入制造业等重要和薄弱环节，同时也有助于缓解居民高储蓄现象，进一步释放内需潜力或者通过资本市场为实体企业提供资金支持，促进国内经济的大循环。

6. 债市延续区间震荡格局

我们认为债市短期内仍将延续震荡格局。债市虽难有趋势性机会。一是，央行暂未释放进一步宽松信号，并提出对低利率的反思。短期政策利率预计保持平稳，市场利率也将围绕政策利率波动，货币收敛并非收紧，整体以稳为主。二是，基本面继续确认回暖态势，下半年经济增速将回归至潜在增长水平。但短期内利率上行有顶。一是，流动性并未进一步收紧，资金利率预计保持平稳。二是，近期市场配置力量有所升温，尤其是7月份外资流入规模明显增加，中美利差高位以及人民币资产升

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_3403

