

宏观点评

上半年货币政策和财政政策执行报告的 8 大信号

事件：本周四（2020年8月6日），我国央行发布《2020年第2季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》），《报告》梳理了2020年第二季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况，并展望了下半年中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。同时，《报告》撰写了4个专栏，分别为：专栏1《完善结构性货币政策工具体系》；专栏2《完善利率传导机制》；专栏3《包商银行风险处置回顾》；专栏4《怎样看待全球低利率》。同日，我国财政部首次发布了《2020年上半年中国财政政策执行情况报告》，从财政收支等十大方面回顾了上半年财政运行情况，并展望了下一阶段财政政策。具体看，共释放了8大信号：

信号1：央行认为全球经济已有改善，但仍是衰退节奏，并提出五点值得关注的问题，包括疫情防控、企业破产潮、杠杆率攀升、金融市场波动风险、外部不稳定不确定因素等；央行认为中国经济已由Q1的“供需冲击”演进为Q2的供需恢复，并首提下半年有望回到潜在增速，我们继续提示，下半年GDP增速有望6%左右甚至更高。

信号2：央行认为物价总体可控，未来需持续观察我国汛情、全球货币供给、供应链冲击等的影响；我们认为CPI将趋势性回落，PPI趋于回升。

信号3：货币政策更注重精准导向、结构性工具，并由“逆周期调节”转为“跨周期调节”；我们继续提示，下半年货币政策并未转向，但边际收紧，仍有望降准降息，但可能性小了很多；此外，央行认为需要反思低利率政策和重新评估货币政策框架，并关注了“反转利率”和“新费雪效应”等提法。

信号4：《报告》延续强调“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，但8月3日央行的下半年工作电视会议指出“引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”。我们继续提示，下半年信贷和社融将面临新增幅度减、存量增速升的特点，预计信贷和社融存量增速13%左右，M2增速维持在11%左右。

信号5：央行继续强调“房住不炒”和“稳房价、稳地价、稳预期”，并新增“实施好房地产金融审慎管理制度”；我们继续提示，稳增长离不开房地产，房价不能涨是硬前提，各地差异化松动和“名紧实松”为大概率。

信号6：下半年人民币总体趋升值，但幅度可能有限，中美关系是关键。

信号7：央行提高了对杠杆率的关注度，防风险的重要性提升。新增了“确保风险总体可控、持续收敛”和“统筹考虑宏观经济形势新变化，把握好抗击疫情、恢复经济和防控风险之间的关系”的表述，并多次提及杠杆率问题。

信号8：财政仍是主角，财政、货币的协同效应有望加强。财政部《报告》继续指出，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益；央行《报告》提出“加强与财政部门有机协同，促进政府债券顺利发行”。

风险提示：政策力度不及预期；疫情超预期演化；中美冲突超预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《论“持久战”——逐句解读 7.30 政治局会议》2020-7-30
- 2、《年中政治局会议前瞻》2020-07-27
- 3、《“成功向内求”——宏观经济 2020 中期展望》2020-07-13
- 4、《二季度经济有喜有忧，后续怎么走？政策呢？》2020-07-17
- 5、《易纲行长讲话怎么看？金融如何让利 1.5 万亿？》2020-06-19
- 6、《央行一季度货币政策报告的 7 大信号》2020-05-10
- 7、《存款基准利率会降吗？》2020-03-25



内容目录

信号 1: 央行认为全球经济已有改善、但仍是衰退节奏, 提示关注金融市场波动和全球杠杆率上升; 对中国经济更为信心, 首提下半年有望回归潜在增速	3
信号 2: 央行认为物价总体可控, 未来需持续观察我国汛情、全球货币供给、供应链冲击等的影响; 我们认为 CPI 将趋势性回落, PPI 趋于回升	4
信号 3: 货币政策更注重精准导向、结构性工具, 并由“逆周期调节”转为“跨周期调节”; 继续提示, 下半年货币政策并未转向、但边际收紧, 仍有望降准降息、但可能性小了很多; 关注“反转利率”和“新费雪效应”等提法	5
信号 4: 下半年信贷和社融将面临新增幅度减、存量增速升的特点	6
信号 5: 央行继续坚持“房住不炒”, 我们仍提示房地产差异化松动、“名紧实松”	7
信号 6: 下半年人民币总体趋于升值、但幅度可能有限, 中美关系是关键	7
信号 7: 提高了对杠杆率的关注度, 防风险的重要性提升	8
信号 8: 下半年财政仍是主角, 财政、货币的协同效应有望加强	8
风险提示	9

图表目录

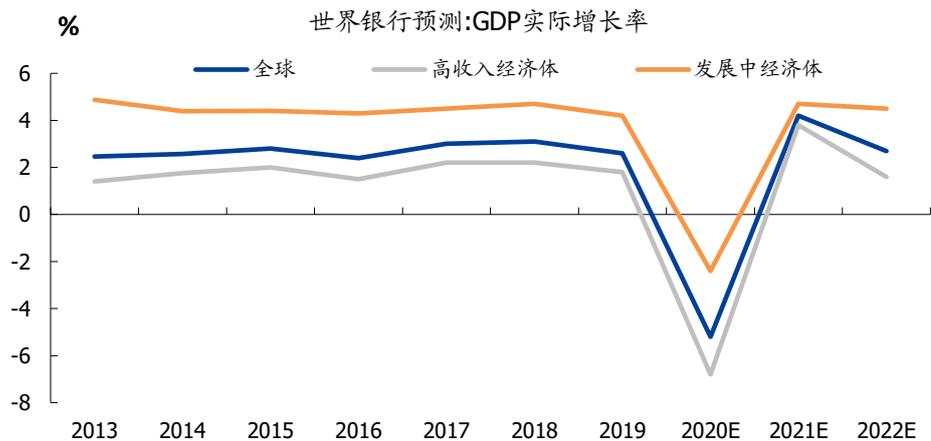
图表 1: 2020 年全球经济将大幅萎缩	3
图表 2: 今年上半年宏观杠杆率持续攀升	4
图表 3: 餐饮等服务业 GDP 增速恢复较慢	4
图表 4: CPI 和 PPI 预测	5
图表 5: 下半年信贷和社融增速有望维持高位	6
图表 6: 美元持续走弱, 下半年人民币总体趋于升值	7
图表 7: 中美摩擦走向, 是人民币汇率的重要扰动项	8

本周四（2020年8月6日），我国央行发布《2020年第2季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》），《报告》梳理了2020年第二季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况，并展望了下半年中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。同时，《报告》撰写了4个专栏，分别为：专栏1《完善结构性货币政策工具体系》；专栏2《完善利率传导机制》；专栏3《包商银行风险处置回顾》；专栏4《怎样看待全球低利率》。同日，我国财政部首次发布了《2020年上半年中国财政政策执行情况报告》，从财政收支等十大方面回顾了上半年财政运行情况，并展望了下一阶段财政政策。具体看，共释放了8大信号：

信号1：央行认为全球经济已有改善、但仍是衰退节奏，提示关注金融市场波动和全球杠杆率上升；对中国经济更为信心，首提下半年有望回归潜在增速

央行认为部分经济体经济已有改善，国际金融市场波动加剧。《报告》认为“上半年，新冠肺炎疫情对全球经济增长的冲击显现，近期随着复工复产推进，部分经济体经济指标逐步改善。PMI回升的经济体包括美国、土耳其、巴西等。”（一季度为“今年全球经济衰退已成定局，发达经济体增速面临下跌，新兴市场经济体或将集体遭遇失速”）。根据世界银行最新预测，2020年全球实际GDP可能萎缩5.2%，其中高收入经济体萎缩6.8%，发展中经济体萎缩2.4%。展望未来，央行继续认为“世界经济陷入衰退”。

图表1：2020年全球经济将大幅萎缩



资料来源：Wind，国盛证券研究所

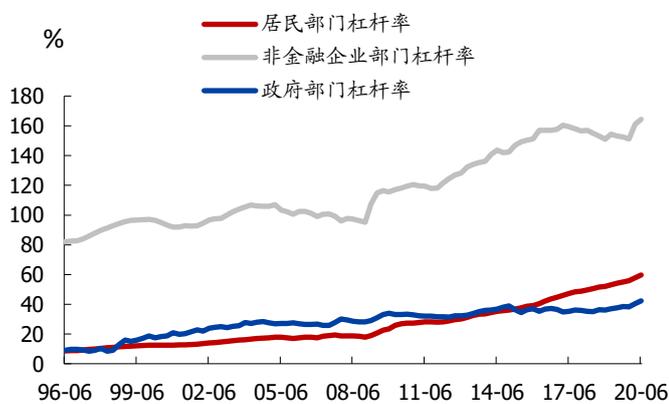
特别地，与Q1相比，Q2央行额外关注：1）金融市场的波动加剧，央行指出“国际金融市场波动加剧，股票市场V型反弹，美元流动性紧张有所缓解”。2）全球低利率政策效果有待观察。央行认为“除政策因素，经济潜在增速下降等长期结构性因素是全球低利率的主要原因。但是从政策效果看，低利率政策存在诸多负面影响，作用有待观察，例如资源错配、过度加杠杆、脱实向虚等。人民银行坚持实施正常的货币政策”。

往后看，央行提出五点值得关注的问题，包括疫情防控、企业破产、杠杆率攀升、金融风险、外部不稳定不确定因素等。整体看，Q1央行的担忧聚焦在疫情不确定性、全球供需双侧冲击、局部金融风险积累和全球宏观政策空间压缩。Q2关注点有所转变，重点在担心复工复产可能带来部分经济体的疫情反弹，企业破产潮、降级潮，全球杠杆率攀升，金融市场大幅波动（新兴市场跨境资本流动和汇率波动风险）和地缘政治、经贸摩擦等外部不确定性因素。

《报告》认为经济已由 Q1 的“供需冲击”演进为 Q2 的供需恢复，下半年有望回到潜在增速。《报告》提出“第二季度我国 GDP 同比增长 3.2%，增速较第一季度回升 10 个百分点，明显好于预期。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’，下半年经济增速有望回到潜在增长水平”，（“2020 年一季度，新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，消费减少，投资活动放缓，进出口规模下降。但我国经济展现出巨大韧性，疫情防控向好态势进一步巩固，应对疫情催生并推动了许多新产业新业态快速发展”），整体看，央行认为 Q2 我国经济加快恢复增长。

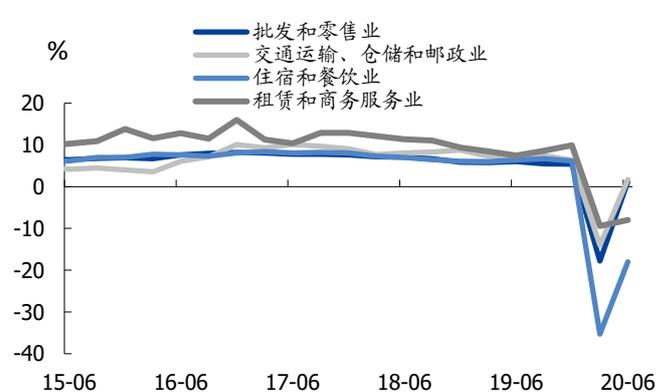
同时，《报告》也提示经济仍面临不少挑战，指出宏观杠杆率应回归合理水平，强调扩大内需。《报告》认为从海外看，国际疫情处于高峰平台期、地缘政治紧张抬头、经贸摩擦深化仍带来较大不确定性；国内看，餐饮旅游、文娱等服务业恢复相对较慢。政策导向向上，《报告》指出“随着经济回归潜在增速，宏观杠杆率也将逐步回归合理水平，将改革和调控、短期和长期、内部均衡和外部均衡结合起来，牢牢把握扩大内需这个战略基点”。

图表 2: 今年上半年宏观杠杆率持续攀升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 餐饮等服务业 GDP 增速恢复较慢



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

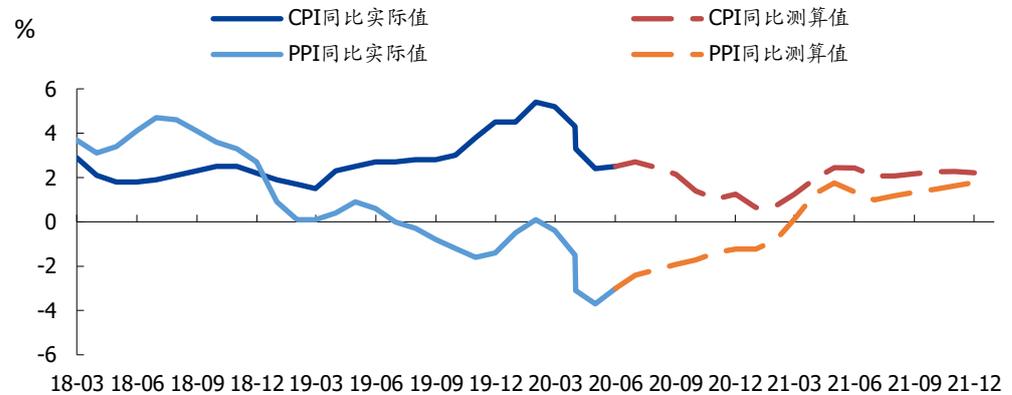
信号 2: 央行认为物价总体可控，未来需持续观察我国汛情、全球货币供给、供应链冲击等的影响；我们认为 CPI 将趋势性回落，PPI 趋于回升

《报告》认为我国总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩的基础。与 Q1 相比，Q2《报告》除了关注供需面对价格的影响，还额外关注了货币供应攀升对物价的影响。央行认为随着各部门多举措保供稳价，货币政策保持稳健，初步估计全年 CPI 涨幅均值处于合理区间。Q2PPI 回升也反映需求回暖。此外，仍需对物价扰动保持密切关注，包括汛情、发达经济体货币供应量攀升、全球疫情对供应链和产业链的冲击等对大宗商品的影响。展望未来，央行认为我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，货币条件合理适度，不存在长期通胀或通缩的基础。

展望后市，预计在疫情、洪灾等影响下，7 月 CPI 食品环比继续走高，进入暑期出行需求增加将适当提振旅游价格，CPI 同比可能升至 2.8% 左右，三季度 CPI 整体趋于回落，四季度进一步走低至 1% 左右。生产资料价格继续回升，在基建、地产等的带动下工业品价格继续走高，预计 7 月 PPI 同比回升至 -2.4% 左右，之后继续逐渐回升，但年内难

转正。此外，维持此前观点，年内货币超发尚难引发高通胀，仍需密切关注粮价、猪价、油价、基建、外需等对物价的影响（具体详见《通胀还是通缩？——从宏观机理到中观线索》）。

图表 4: CPI 和 PPI 预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

信号 3: 货币政策更注重精准导向、结构性工具，并由“逆周期调节”转为“跨周期调节”；继续提示，下半年货币政策并未转向、但边际收紧，仍有望降准降息、但可能性小了很多；关注“反转利率”和“新费雪效应”等提法

货币政策更注重精准导向，由“逆周期调节”转为“跨周期调节”，并删掉了“以更大的政策力度对冲疫情影响”。和 730 政治局会议一样，《报告》延续强调“稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，完善跨周期设计和调节”，其中：“完善跨周期设计和调节”是较 Q1 报告新增，也是 730 政治局会议首次提出的新要求，也意味着 Q1 报告之前一直使用的“逆周期调节”的说法可能就此被弃用。由此看到，《报告》删去了 Q1 报告的“以更大的政策力度对冲疫情影响”，而是强调“要增强针对性和时效性，根据疫情防控和金融形势把握货币政策操作的力度、节奏和重点，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”。此外，央行在专栏 1《完善结构性货币政策工具体系》指出，“货币政策既可发挥总量政策功能，也可在支持经济结构调整和转型升级方面发挥重要作用”，也预示后续货币政策将以结构性调节为主，主要手段是再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具。

下半年货币宽松并未转向、但边际收紧，仍有望降准降息、但可能性小了很多。维持在 730 政治局会议点评报告的判断，当前疫情现状和经济形势决定了货币政策还将延续宽松、短期内尚难转向，只不过边际上有所收紧。我们也继续提示，后续仍有望看到降准降息，但基于本次《报告》，可能性已然小了很多，其中：

降准方面，鉴于 4.17 政治局会议、5.22 政府工作报告和 6.17 国常会均明确提及要降准，我们仍倾向于认为，后续降准应只会迟到不会缺席；

降息方面，6 月以来我们一直判断下半年仍有可能降低 MLF 利率，支撑理由之一是金融机构让利 1.5 万亿的任务需贷款加权平均利率降低 50BP 左右。本次《报告》指出，6 月贷款加权平均利率为 5.06%，比去年 12 月下降 0.38 个百分点，其中：6 月企业贷款加权平均利率为 4.64%，比上年 12 月下降 0.48 个百分点。据此看，已经较为接近我们

测算的下降目标。此外，央行在专栏3《怎样看待全球低利率》中也指出：“低利率的局限性已引起发达经济体货币当局的反思，货币政策框架被重新评估，中期内主要经济体低利率政策仍将持续，但政策利率进一步下降的空间有限”。由此看，后续我国降低MLF利率的可能性降低了。

值得关注的是，专栏《怎样看待全球低利率》还提及了“反转利率”和“新费雪效应”两个专有名词，即：若政策利率下降触及“反转利率”，即宽松货币政策效果发生反转的临界利率，商业银行利差过度收窄、利润下降，可能导致银行信贷收缩，反而出现紧缩效应；低利率环境下，若降息过快，又可能引发“新费雪效应”(Neo-Fisherian effect)，利率与通胀预期同步下降，而实际利率不变，收敛于流动性陷阱，货币宽松失效。

信号4：下半年信贷和社融将面临新增幅度减、存量增速升的特点

和Q1报告和730政治局会议一样，《报告》延续强调“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，不过，8月3日人民银行召开的2020年下半年工作电视会议则指出，“综合运用多种货币政策工具，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”（延续的是5.22政府工作报告的说法）。

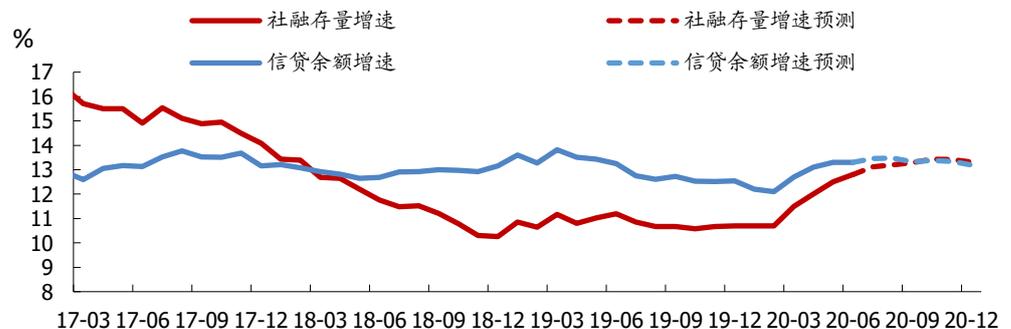
维持我们年中报告的观点，与上半年相比，下半年信贷和社融可能面临新增幅度减、存量增速升的特点，预计信贷和社融存量增速13%左右，M2同比增速维持在11%左右。

信贷方面，1-6月已发放12.2万亿贷款，占全年比重61%，由此7-12月还剩余7.8万亿新增信贷，预计将遵循三季度高于四季度，季末高于季初的特点，后续每月信贷存量增速有望维持在13%左右，建议关注房地产回暖对信贷的影响。

社融方面，结合政府债券、企业债券、非标等分项近三年的规律，预计下半年支撑仍然落在信贷和债券，综合测算2020年新增社融有望33.5万亿，上半年已完成20.8亿、占比62%，预计下半年社融存量增速有望继续走高至13%左右，全年累计为13.3%；

M2方面，4-6月M2已经三连平至11.1%，从“贷款创造存款”的角度看，有望支撑M2同比增速维持在11%左右。我们也继续建议关注：5月和6月，M2-社融同比连续两个月下行，反映社会资金总需求增速正赶超总供给；5月、6月M1-M2剪刀差高于4月，但上行趋势未确认，需观察能否持续回升甚至转正。

图表5：下半年信贷和社融增速有望维持高位



资料来源：Wind，国盛证券研究所测算

信号 5: 央行继续坚持“房住不炒”，我们仍提示房地产差异化松动、“名紧实松”

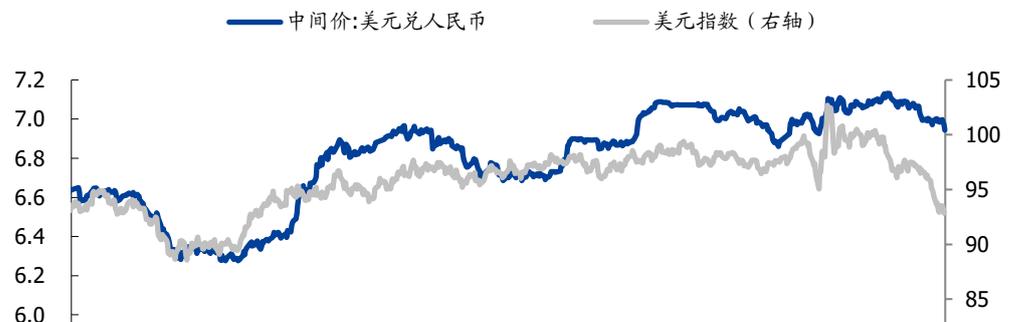
房地产调控方面,《报告》延续了 2020Q1 报告和 7 月 24 日十省市房地产座谈会的表述,即“牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段,坚持稳地价、稳房价、稳预期,保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性,实施好房地产金融审慎管理制度”,其中“实施好房地产金融审慎管理制度”这一表述是较 Q1 报告新增,沿用的是 7.24 十省市房地产座谈会的表述,主要目标是“稳住存量、严控增量,防止资金违规流入房地产市场”。我们继续提示,稳增长离不开房地产,房价不能涨是硬前提,各地差异化松动和“名紧实松”为大概率。

信号 6: 下半年人民币总体趋于升值、但幅度可能有限,中美关系是关键

汇率方面,《报告》延续了 2019Q4 报告和 2020Q1 报告表述,即“深化汇率市场化改革,完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度,保持人民币汇率弹性,发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器作用。稳定市场预期,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

5 月中下旬以来美元持续走弱,从 5 月 15 日的 100.37 一路跌至 8 月 5 日的 92.83 (自 2018 年 5 月以来首次),区间跌幅达到 7.5%。对应的,人民币汇率也总体趋于回升,7 月以来整体重回“6 时代”。维持我们中期报告观点,下半年人民币总体趋于升值、但幅度可能有限,中美关系是关键。

图表 6: 美元持续走弱,下半年人民币总体趋于升值



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_3405



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>