

维持稳健，关注汇率，无强刺激

——二季度货币政策例会解读与货币政策展望

核心观点

央行对国内外经济形势的判断维持定力。货币政策仍然维持稳健，但也“加大逆周期调节力度”。房地产政策维持稳定，大力刺激的可能性不大，主要还是限制在首套和改善型需求两个方面。汇率方面，央行新增“坚决防范汇率大起大落风险”，显示汇率贬值可能已经受到央行高度关注。未来，调降协定存款和通知存款利率上限、贷款基准利率 LPR 等之后，存贷款利率联动明显增强，后续央行稳增长工作将在经济增速和银行风险间取得平衡。

货币政策仍然维持稳健，但也“加大逆周期调节力度”。本次例会提出要“精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”、“全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，切实支持扩大内需，改善消费环境，促进经济良性循环”、“加大逆周期调节力度，综合运用政策工具，切实服务实体经济”。从这一层面来看，央行近期降息操作是“加大逆周期调节力度”的重要举措。

房地产政策维持稳定，大力刺激的可能性不大，主要还是限制在首套和改善型需求两个方面。此次例会央行新提出“因城施策支持刚性和改善性住房需求，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作”，与一季度货币政策例会的表述基本一致。本次会议删除了“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”，说明目前地产的主要任务已经由防风险转向稳定需求。

汇率方面，央行新增“坚决防范汇率大起大落风险”，显示汇率贬值可能已经受到央行高度关注。目前看央行没有对汇率进行实质性的对冲，但从中间价持续低于在岸价和离岸价可以看出，央行已经启动逆周期调控因子，不排除后续还有其他汇率调控手段。我们倾向于认为如果继续贬值，央行可能开始发声并动用相关政策工具加以干预，短期影响贬值预期。

未来，调降协定存款和通知存款利率上限、贷款基准利率 LPR 等之后，存贷款利率联动明显增强，后续央行稳增长工作将在经济增速和银行风险间取得平衡。

对货币利率的影响方面，目前利率位置已经较低。短期看，利率多头博弈的经济数据、政策降息等已经相继实现，当下位置继续参与利率债博弈的货币政策环境、流动性环境都已指向利率降低的方向。

宏观经济

黄文涛

huangwentao@csc.com.cn

010-85130608

SAC 编号:s1440510120015

SFC 编号:BEO134

发布日期： 2023 年 07 月 03 日

相关研究报告

- | | |
|------------|--|
| 2023-04-11 | 【中信建投宏观研究】:提升国有企业估值与构建中国特色估值体系 |
| 2023-04-09 | 【中信建投宏观研究】:市场企稳中，逐步分散和切换品种-2023.4.3-4.7 宏观资产配置组合策略周报 |
| 2023-04-09 | 【中信建投宏观研究】:主动权益基金收益率拔得头筹-2023.4.3-4.7 宏观资产配置（基金投资）周报 |
| 2023-04-09 | 【中信建投宏观研究】:数字经济的宏观内涵：新经济形态——宏观经济周报 |
| 2023-04-07 | 【中信建投宏观研究】:周期压力增加，数字经济关注度提升——库存周期与中观月报 |

目录

货币政策维持稳健，重点关注汇率问题.....	1
------------------------	---

货币政策维持稳健，重点关注汇率问题

1、央行对国内外经济形势的判断维持定力。国外方面，二季度货币政策例会表示“当前外部环境更趋复杂严峻，国际经济贸易投资放缓，通胀仍处高位，发达国家央行政策紧缩效应持续显现，国际金融市场波动加剧”。国内方面，表示“经济运行整体回升向好，市场需求稳步恢复，生产供给持续增加，但内生动力还不强，需求驱动仍不足”，该表述同一季度例会基本一致。目前，我国消费在疫情后并不及预期，投资特别是基建房地产投资受限。若后续出口在需求下滑、结构替代的影响下下滑，不排除经济形势继续走弱的可能。

如货币政策例会所述，我国经济内生动力不强、需求驱动不足。5月经济、金融、物价数据全面回落，金融数据方面，社融数据延续了4月回落的趋势，居民贷款仍然乏力，且提前还贷现象可能仍在拖累房贷，背后是地产风险仍在释放。整体来看，当前地产端呈现出一定的负反馈强化特征，高频数据显示6月份冲量季，地产销售暂无超季节性表现，全国层面挂牌呈现量价齐跌格局，整体市场热度有待修复。6月和7月面临的出口增速压力依然不小，再加上去年同期基数较高，6月和7月出口增速大概率继续在负值区间。

在此背景下，政策博弈加剧。央行6月已经调降MLF、OMO和LPR利率10BP。一方面有助于稳定市场预期，另一方面也不会过多透支空间，符合“缩减原则”的要求。考虑到前期存款利率普遍下调，利率调降能够缓解一部分存量房贷的压力，并降低存款的收益。经验上，降准降息往往是一揽子政策的“前哨站”，进入7月，下半年稳增长的重要窗口期正式到来，市场频繁博弈地产需求端政策、产业政策、消费刺激、财政/准财政工具出台。

2、货币政策仍然维持稳健，但也“加大逆周期调节力度”。本次例会提出要“精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”、“全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，切实支持扩大内需，改善消费环境，促进经济良性循环”、“加大逆周期调节力度，综合运用政策工具，切实服务实体经济”。从这一层面来看，央行近期降息操作是“加大逆周期调节力度”的重要举措。考虑到宽信用、稳增长在央行决策中的地位仍然较高，央行增强逆周期调节、维持流动性合理充裕的初衷不变。

3、结构性货币政策大有可为。近期无论是货币政策执行报告还是相关主管领导的讲话对于政策性开发性金融工具和再贷款工具的重视程度均有所提高。本次例会也强调“继续发挥好已投放的政策性开发性金融工具资金作用，增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资”、“保持再贷款再贴现工具的稳定性，延续实施普惠小微贷款支持工具和

保交楼贷款支持计划，继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度”。

4、房地产政策维持稳定，大力刺激的可能性不大，主要还是限制在首套和改善型需求两个方面。此次例会央行新提出“因城施策支持刚性和改善性住房需求，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，促进房地产市场平稳健康发展，加快完善住房租赁金融政策体系，推动建立房地产业发展新模式”，与一季度货币政策例会的表述基本一致。本次会议删除了“有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况”，说明目前地产的主要任务已经由防风险转向稳定需求。在前期政策调控下，房地产企业的融资能力已经有所恢复，目前的核心矛盾已经由短期防风险转向长期需求和信心不足，销售、拿地乃至价格的下行趋势比较明显。因此，边际上微调房地产政策，为首套房和合理置换的居民购房需求提供融资帮助都值得后续关注。

5、汇率方面，央行新增“坚决防范汇率大起大落风险”，显示汇率贬值可能已经受到央行高度关注。此次例会延续了5月外汇会议对于汇率的表述，上次会议央行表示“下一阶段，央行、外汇局将加强监督管理和监测分析，强化预期引导，必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作。自律机制成员单位要自觉维护外汇市场基本稳定，坚决抑制汇率大起大落”。目前看央行没有对汇率进行实质性的对冲，但从中间价持续低于在岸价和离岸价可以看出，央行已经启动逆周期调控因子，不排除后续还有其他汇率调控手段。包括：1）出售外储；2）降低外汇存款准备金；3）在离岸市场上大幅收紧人民币流动性；4）限制资本流动等行政手段等。我们倾向于认为如果继续贬值，央行可能开始发声并动用相关政策工具加以干预，短期影响贬值预期。

未来，调降协定存款和通知存款利率上限、贷款基准利率 LPR 等之后，存贷款利率联动明显增强，后续央行稳增长工作将在经济增速和银行风险间取得平衡。总体看，两类存款的利率较定期存款的优势进一步降低，后续再调降可能性不大。下一阶段存款加点调控的重点可能是一般定期存款的利率。存款利率市场化调整机制是存款利率中枢调整和利率自律的主要方式，未来可能是推动存款利率中枢下行的主要力量。当前，宏观经济仍处于弱复苏的局面，十年期国债利率已经从高点的 2.95 左右降至目前的 2.65 左右，存款利率有下降趋势，保持综合负债成本稳定的重要举措，我们判断仍将继续推动。

对货币利率的影响方面，目前利率位置已经较低。站在当下时点，经过 6 月 15 日前后 OMO 和 MLF 10bp 的调降，利率一度降至 2.62 的低位，相对年内高点回落 30bp 以上。短期看，利率多头博弈的经济数据、政策降息等已经相继实现，短期确有止盈离场的技术性需求，且当下位置继续参与利率债博弈的货币政策环境、流动性环境都已指向赔率降低的方向。但

总体上，经济数据弱复苏趋势难改、资产荒行情仍在演绎、存款利率连续调降与贷款利率形成共振，长期看利率仍有下行的空间。

表 1:2023 年第一、二季度货币政策委员会例会表述变化

	2023 年第二季度	2023 年第一季度
经济回顾和判断	<p>(1) 经济回顾：今年以来宏观政策坚持稳字当头、稳中求进，推动经济运行整体好转。</p> <p>(2) 国外：当前外部环境更趋复杂严峻，<u>国际经济贸易投资放缓</u>，通胀仍处高位，发达国家央行政策紧缩效应持续显现，国际金融市场波动加剧。</p> <p>(3) 国内：经济运行整体回升向好，<u>市场需求稳步恢复</u>，<u>生产供给持续增加</u>，但内生动力还不强，需求驱动仍不足。</p>	<p>(1) 经济回顾：宏观政策坚持稳字当头、稳中求进，推动经济运行整体好转。</p> <p>(2) 国外：当前国际经济增长放缓，通胀仍处高位，地缘政治冲突持续，发达国家央行政策紧缩效应显现，国际金融市场波动加剧。</p> <p>(3) 国内：国内经济呈现恢复向好态势，但恢复的基础尚不牢固。</p>
货币政策操作	<p>(1) 总体：精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，切实支持扩大内需，<u>改善消费环境，促进经济良性循环</u>，为实体经济提供更有有力支持。</p> <p>(2) 流动性：进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。</p> <p>(3) 结构：继续发挥好已投放的政策性开发性金融工具资金作用，增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。关注物价走势边际变化，保持物价水平基本稳定。保持再贷款再贴现工具的稳定性，<u>延续实施普惠小微贷款支持工具和保交楼贷款支持计划</u>，继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，综合施策支持区域协调发展。</p>	<p>(1) 总体：要精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，着力支持扩大内需，为实体经济提供更有有力支持。</p> <p>(2) 流动性：进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。</p> <p>(3) 结构：用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设，促进政府投资带动民间投资。在国内粮食稳增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定。结构性货币政策工具要坚持“<u>聚焦重点、合理适度、有进有退</u>”，延续实施碳减排支持工具等三项货币政策工具，继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，综合施策支持区域协调发展。</p>
金融改革	<p>(1) 银行业：深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。</p> <p>(2) 利率：完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。</p>	<p>(1) 银行业：深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。</p> <p>(2) 利率：完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。</p>

(3) **汇率**：深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，综合施策、稳定预期，坚决防范汇率大起大落风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

(4) **房地产**：因城施策支持刚性和改善性住房需求，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，促进房地产市场平稳健康发展，加快完善住房租赁金融政策体系，推动建立房地产业新发展新模式。

(5) **平台**：引导平台企业金融业务规范健康发展，提升平台企业金融活动常态化监管水平。推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。

(6) **结构**：构建金融有效支持实体经济的体制机制，落实好加大力度支持科技型企业融资行动方案，引导金融机构增加制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系。以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务，继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度。

(3) **汇率**：深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

(4) **房地产**：有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，因城施策支持刚性和改善性住房需求，加快完善住房租赁金融政策体系，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

(5) **平台**：引导平台企业金融业务规范健康发展，提升平台企业金融活动常态化监管水平。推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。

(6) **结构**：构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持科技创新体系，引导金融机构增加制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务，继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度。

资料来源：中国人民银行、中信建投证券

注：下划线代表本次会议新增表述，删除线是本次会议删除表述。

风险提示：第一，宏观经济和金融体系仍然面临海内外环境的多重扰动，国内受到疫情余波、地产、地方政府债务的影响，国外受到贸易冲突、海外紧缩和极化思潮的影响，国内经济发展和改革都可能存在一定不确定性。第二，既有政策落地效果及后续增量政策出台进展不及预期，地方政府对于中央政策的理解不透彻、落实不到位。第三，经济增速放缓，宏观经济基本面下行，经济运行不确定性加剧。第四，近期房地产市场较为低迷，国际资本市场风险传染也有可能诱发国内资本市场动荡。

分析师介绍

黄文涛

经济学博士，纽约州立大学访问学者。现任中信建投证券首席经济学家、机构委、投委会委员、研究发展部联席负责人，董事总经理。兼任南开大学硕士导师、中信研究院资深研究员、中国保险协会人身险利率专家委员会特聘专家等职。多次参与部委形势分析咨询及课题研究，多年荣获新财富、水晶球、金牛奖、保险资管协会等最佳分析师，2016年新财富固定收益第一名。

研究助理

孙苏雨 010-81158045 sunsuyu@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅 -5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅 -10%—10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话：（8610） 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755） 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852） 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk