



货币政策执行报告的三个 关注点

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：孙永乐（执业 S1130525030004）

songxuetao@gjzq.com.cn

sunyongle@gjzq.com.cn

货币政策执行报告的三个关注点

二季度货币政策执行报告对物价的表述从一季度报告中的“物价水平有望保持低位回升态势”和二季度例会中的“物价持续低位运行”修改为“物价水平温和回升积极因素增多”，表述更加积极。

从政策定调上看，当前货币政策更强调“落实落细存量政策”，比如加快推进养老和服务消费再贷款的发放。“降准降息”继续缺席，相关增量工具的落地仍需经济触发因素。

加大结构性政策的支持力度，二季度货政报告的四个专栏分别聚焦小微金融服务、金融支持科技创新、信贷结构优化、金融支持促消费。

风险提示

国内经济已经开始呈现疲弱状态，后续经济下行可能超预期，关注货币政策的可能应对。

中美关税贸易摩擦尚未结束，中美谈判前景尚不明朗，关注后续地缘政治对出口的扰动

出口不确定性增强或对中国基本面造成明显拖累，关注后续基本面变化。



8月15日，央行发布二季度货币政策执行报告。报告大致延续了7月政治局会议和二季度货币政策例会的定调，强调“贸易壁垒增多…当前我国经济运行依然面临不少风险挑战”，下一阶段要“落实落细适度宽松的货币政策”、“用好结构性货币政策工具”。总的来看，我们认为二季度货币政策执行报告有这么几点值得关注：

第一，对物价回升的表述更加积极。

二季度货币政策执行报告对物价的表述从一季度报告中的“物价水平有望保持低位回升态势”和二季度例会中的“物价持续低位运行”修改为“物价水平温和回升积极因素增多”，表述更加积极。

年内PPI同比增速或将触底回升，去年同期偏低的基数（2024年8、9月PPI环比分别-0.7%、-0.6%）叠加“反内卷”对大宗商品的影响，为8、9月PPI同比增速回升创造一定条件。

但7月经济数据显著回落，仅出口继续超预期，固投累计增速下滑1.2个百分点至1.6%，社零增速回落1.1个百分点至3.7%。估算7月实际GDP同比增速在5%左右，GDP平减指数在-1.4%左右，CPI增速为3.6%左右，低于2季度水平。

往后来看，出口或将面临透支效应的拖累，在需求端韧性有待观察时，PPI回升的持续性和力度也有待观察。

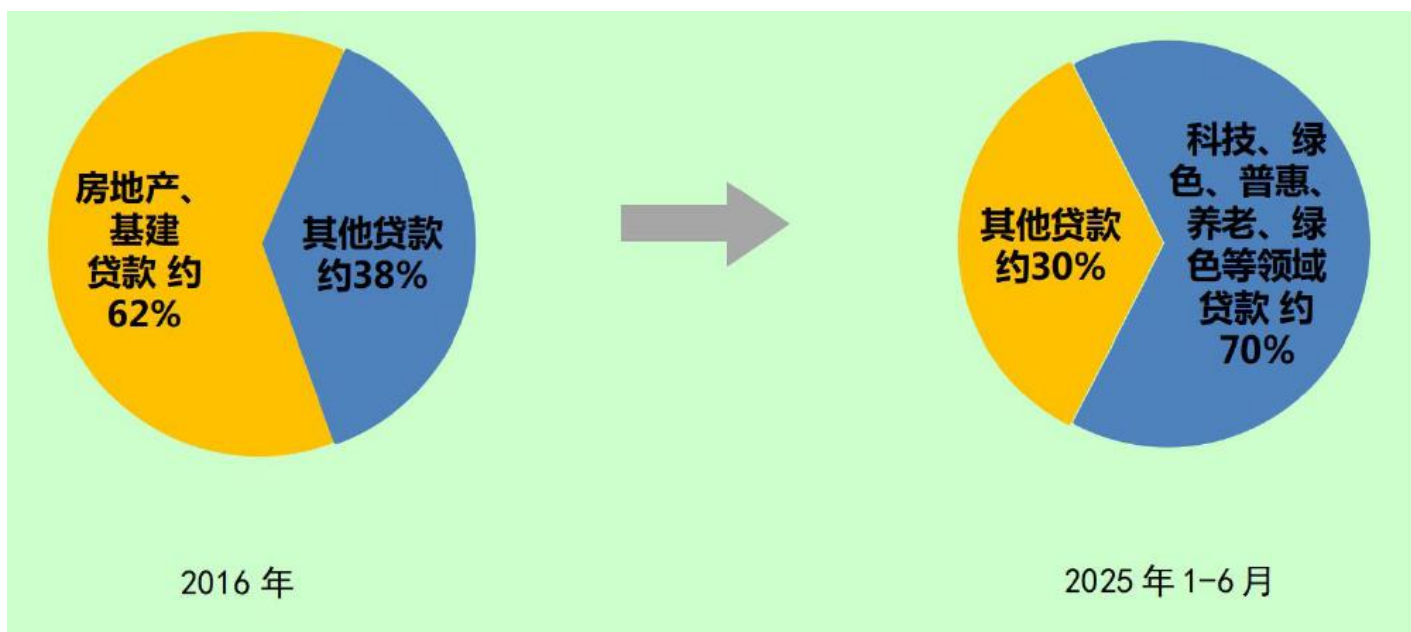
第二，“降准降息”继续缺席，货币政策维持“量宽价稳”。

从政策定调上看，当前货币政策更强调“落实落细存量政策”，比如加快推进养老和服务消费再贷款的发放。“降准降息”继续缺席，相关增量工具的落地仍需经济触发因素。

5月政策利率下调10BP之后，二季度新发人民币贷款加权平均利率下行15BP至3.29%，商业银行、大型商业银行净息差分别下行至1.42%、1.31%，创近年来新低。银行净息差也是对降息的掣肘之一，央行继续强调“要发挥市场利率定价自律机制作用，降低银行负债成本，推动社会综合融资成本下降”，后续如果降息，银行负债端成本的下调幅度或更大。

7月非银存款同比多增1.4万亿，居民存款持续流向资本市场。央行继续重申“提高资金使用效率，防范资金空转，把握好金融支持实体经济和保持自身健康性的平衡”，避免低价资金流入资本市场推高资产价格，形成资产泡沫，也为货币政策的进一步数量宽松降温。

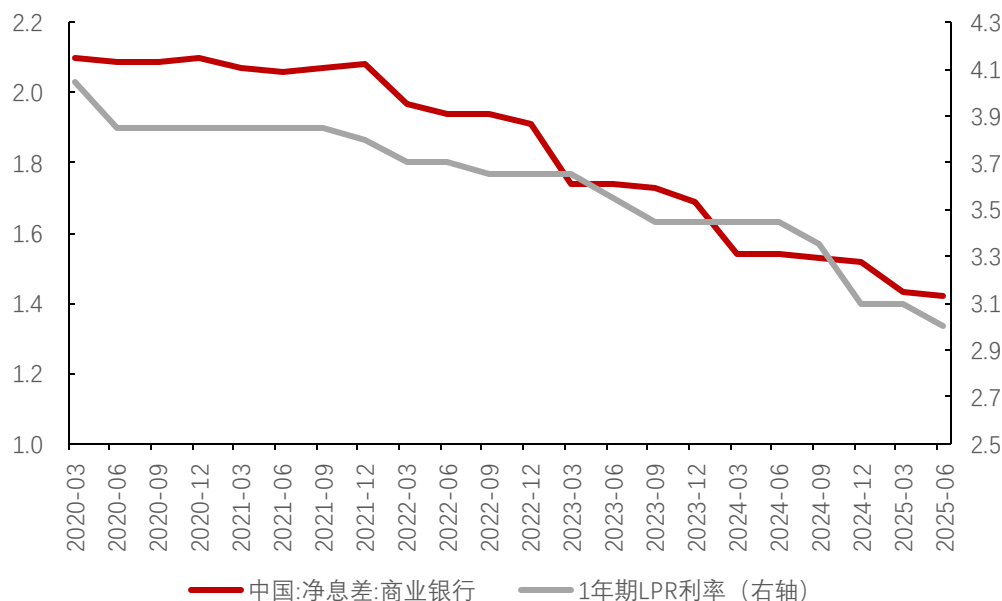
图表1：信贷投向变化



来源：货币政策执行报告，国金证券研究所



图表2：降息周期伴随着净息差的收窄（单位：%）



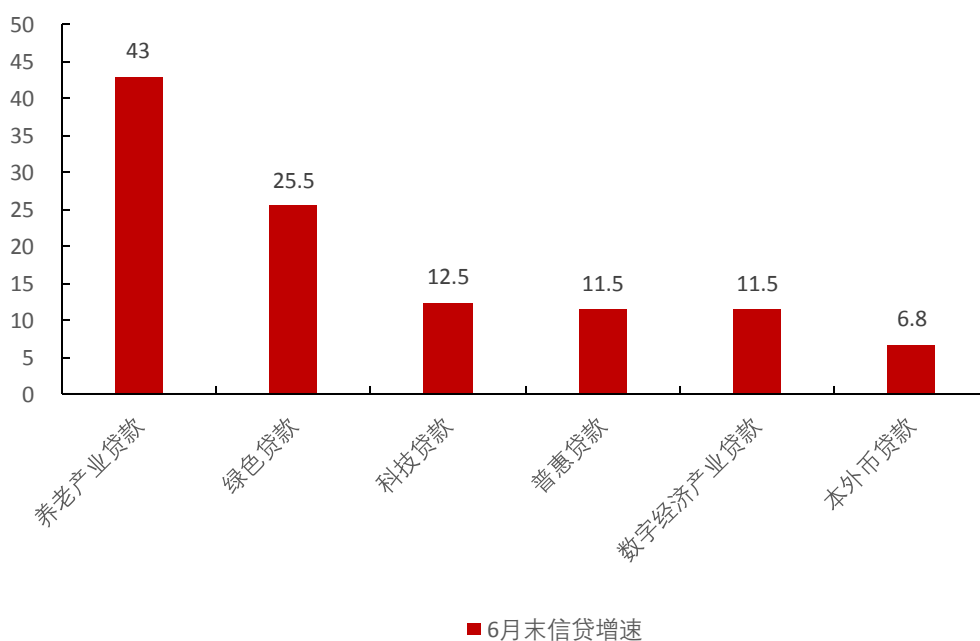
来源：wind，国金证券研究所

第三，加大结构性支持力度。

二季度货政报告的四个专栏分别聚焦小微金融服务、金融支持科技创新、信贷结构优化、金融支持促消费。其中提到，新增贷款中科技领域占比约 70%，增速实现了两位数以上增长，推动科创债市场发展也是未来结构性货币政策工具的发力重点。

专栏强调要发挥好货币信贷政策与财政贴息、风险补偿等措施的协同效应。近期对个人消费贷款与服务业经营主体贷款财政贴息 1 个百分点，接下来为政策性金融工具提供资金支持，将是货币发挥财政协同效应的主要体现。

图表3：分结构货币政策执行报告（单位：%）



来源：货币政策执行报告，国金证券研究所

风险提示

国内经济已经开始呈现疲弱状态，后续经济下行可能超预期，关注货币政策的可能应对。



中美关税贸易摩擦尚未结束，中美谈判前景尚不明朗，关注后续地缘政治对出口的扰动。
出口不确定性增强或对中国基本面造成明显拖累，关注后续基本面变化。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究