分析师：沈彦東
执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333（195）
邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：潘宇昕
联系电话：0755-82830333（198）
邮箱：panyx@wanhesec.com

二季度货币政策执行报告简评——政策边际调整

1.事件

8 月 6 日，央行发布了 2020 年第二季度《中国货币政策执行报告》，梳理了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，并展望了下半年中国宏观经济和下一个阶段的货币政策思路。此外《报告》还包括 4 个专栏，内容涉及结构性货币政策工具、利率传导机制、包商银行风险处置和全球低利率。

2.点评

（1）二季度货币政策执行报告在表述上向政治局会议靠拢，对后续经济增长的判断较为乐观，但对海外修复存疑。央行表示我国经济韧性强劲，由一季度的“供需冲击”演变为“供给快速恢复，需求逐步改善”，第二季度经济增长明显好于预期，并且首提“下半年经济增速有望回到潜在增长水平”。随着复工复产的推进，部分海外经济体呈现逐步改善的态势，但全球仍是衰退局面，并需要关注疫情防控、企业破产潮、全球杠杆率上升、金融市场风险和外部不确定因素等。在基本面存在较高不确定因素的背景下，货币政策短期不会转向，但边际收紧的趋势比较明确。

（2）央行对全球低利率保持警惕，强调坚持实施正常的货币政策。二季度报告设立专栏《怎样看待全球低利率》讨论了当前全球利率下滑的趋势、成因、效果以及负面影响。20 世纪 80 年代以来的，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。而从实际政策效果看，低利率政策效果不及预期，还可能伴随“反转利率”、“新费雪效应”等货币政策失效场景，导致“资源错配”“脱实向虚”等诸多负面影响。我国央行对过往发达国家实施过低利率的负面效果保持警惕，坚定“保持利率水平与我国发展阶段和经济形式动态适配，人民币资产吸引力上升”。

（3）物价总体可控，未来需持续观察汛情、全球货币供给、供应链冲击等影响。年初 CPI 涨幅高至 5%以上主要是猪肉价格和疫情对供给的影响相叠加所导致的，具有结构性和阶段性特点，我国不存在长期通胀或通缩的基础。但短期来看，汛情可能对农产品价格造成波动，发达经济体货币供应量快速攀升或推高大宗商品价格，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，需对短期物价扰动保持密切关注。

（4）货币政策强调灵活适度，完善跨周期设计和调节，结构性货币工具将持续发力。报告明确总量适度的政策基调，调控的力度和节奏较一季度谨慎保守，以稳为主，与二季度以来央行的流动性投放缩量、公开市

场操作利率保持稳定的操作保持一致，也与易纲行长提出货币政策回归常态相印证。本次报告强调“完善跨周期设计和调节”，与 7 月政治局会议一致，相比一季度报告中“加强货币政策逆周期调节”，表述上兼顾稳增长和防风险。央行在专栏《完善结构性货币政策工具体系》中指出货币政策可以在支持经济结构调整和转型升级方面发挥重要作用。我们认为，“稳货币”的基调将贯穿下半年，同时以再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具为主要手段，提高政策的“直达性”。预计下半年随着货币增速收敛，新增信贷和社融增速也将放缓。

图表 1　2020 第一季度与第二季度货币执行报告关键表述对比

	2020 第二季度	2020 年第一季度
总基调	稳健的货币政策更加灵活适度，根据疫情防控和复工复产的阶段性特点，灵活把握调控的力度、节奏和重点，**坚持以总量政策适度、融资成本明显下降、支持实体经济三大确定性应对高度不确定的形势，支持经济增长向潜在增速回归。**	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。**加强货币政策逆周期调节，**把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置。
国内经济	2020 年上半年，面对突如其来的新冠肺炎疫情和错综复杂的国内外形势，**我国经济韧性强劲，经济稳步恢复，复工复产逐月好转，第二季度经济增长明显好于预期。**	2020 年一季度突如其来的新冠肺炎疫情**对我国经济社会发展带来前所未有的冲击，但疫情影响总体可控。**我国经济稳中向好、长期向好的趋势没有改变。当前我国经济发展面临的挑战前所未有，必须充分估计困难、风险和不确定性，切实增强紧迫感。
海外经济和风险	近期随着复工复产推进，部分经济体经济指标逐步改善。主要经济体央行维持低利率政策不变，并加大资产购买力度。**主要问题：**1.疫情出现反弹；2.企业破产潮、降级潮；3.全球杠杆率进一步上升；4.金融市场存在风险隐患 5.地缘政治、经贸摩擦等不确定因素增多。	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，主要经济体开启新一轮宽松货币政策。**主要问题**：1.全球经济遭遇供需双侧冲击，短期已滑入衰退轨道；2.全球经济面临极大不确定性；3.局部金融风险加速积累；4.全球主要经济体宏观政策空间进一步压缩
货币信贷	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。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，做好**稳企业保就业**工作。	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**。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。
房地产	牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，和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，实施好房地产金融审慎管理制度。**	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。

数据来源：央行、万和证券研究所

3.风险提示：政策落地不及预期

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告

所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn