“稳货币”“调结构”

——《2020 年二季度货币政策执行报告》点评

8 月 6 日，央行发布《2020 年二季度货币政策执行报告》（下文简称《报告》）。对此我们点评如下：

一、宏观经济：国内明显好于预期

国际方面，央行引用世界银行表述“称全球经济可能陷入二战以来最严重衰退”。不确定性体现为：一是“国际疫情仍处于较长的高峰平台期”，二是“地缘政治紧张局势抬头”，三是“部分国家间经贸摩擦日益深化”。央行认为，需关注海外疫情反弹、美国可能出现的企业破产潮、全球杠杆率上升、金融市场波动较大等风险。

国内方面，央行判断二季度 GDP 同比增速的回升“明显好于预期”，并认为“下半年经济增速有望回到潜在增长水平”，指向总量型政策大概率不会进一步加码。目前经济由一季度的“供需冲击”演进为二季度的供过于求状态，疫情之下，“餐饮旅游、文化娱乐等服务业恢复相对缓慢”。此外，央行重提“经济运行中还存在一些结构性、体制性、周期性问题”，应对之策为“牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力”。

物价方面，央行“初步估计全年 CPI 涨幅均值将处于合理区间”，指向“稳通胀”压力不大。**短期内物价面临潜在的供给扰动，**包括汛情对农产品生产运输的影响、发达经济体大幅扩表对大宗商品价格的推高、以及全球疫情对供应链/产业链的冲击。

二、政策立场：坚持正常的货币政策空间

考虑到经济“发展不平衡不充分问题仍然突出”，工作重点除继续“支持实体经济恢复发展”外，新增“可持续发展”。基于此，《报告》首提“完善跨周期设计和调节”，并强调“实现稳增长和防风险长期均

衡”。“稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀”等目标的排序依然不变，指向“稳增长、保就业”仍是第一要务，但在经济逐步改善的背景下，“防风险”的权重或将有所上升。房地产方面，新增“坚持稳地价、稳房价、稳预期”和“实施好房地产金融审慎管理制度”表述，指向地产调控政策或将进一步加码。

三季度央行将采取“稳货币、宽信用”的政策组合，从而“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，预计三季度信用扩张会更取决于实体经济融资需求的修复情况，即社融增速上升的斜率将有所放缓。针对小微企业的融资困境，央行将“持续开展商业银行中小微企业金融服务能力提升工程”，债券市场的重要性有望进一步上升。央行亦将引导资金流入乡村振兴领域，并持续加大对制造业中长期融资的支持。

央行对低利率政策呈审慎态度，再次强调“坚持实施正常的货币政策”。央行在专栏四中分析了全球低利率的成因与作用，提出“低利率政策效果不及预期”、且“利率过低还会导致‘资源错配’‘脱实向虚’等诸多负面影响”。就我国而言，一季度为应对疫情冲击，量价齐松的政策操作导致资金/票据/债券/优惠贷款利率一度快速下行，并低于存款/理财利率，套利隐忧显现。5 月以来，随着货币政策边际收紧，资金价格中枢抬升，套利空间得以消除。事实上，5 月地方债大量发行抽走部分流动性，1 万亿元特别国债市场化发行、以及二季度 MLF 的缩量续作，都对基础货币总量起到了缩量再平衡的作用，也是隔夜利率回归合理水平的直接原因。由此，超储率由 3 月末的 2.1%降至 6 月末的 1.6%，同比下降 40bp。

三、政策重点：结构性政策“精准滴灌”

结构性政策工具的使用力度有望进一步加大，提升“直达性”。专栏一中，央行论述了结构性政策的三大功能，包括对金融机构形成正向激励、优化信贷“报销”机制、发挥利率引导作用等。从 1.8 万亿再贷款再贴现的使用进度来看，截至 6 月末，3,000 亿元专项再贷款和 5,000

亿元再贷款再贴现政策已基本执行完毕。截至 7 月 27 日，1 万亿再贷款再贴现累计支持发放优惠利率贷款 4,573 亿元，指向下半年还有进一步落实的空间。此外，结合央行提出的“加强与财政部门有机协同，促进政府债券顺利发行”，指向定向降准概率仍存。

同时，逆回购和 MLF 利率将成为相应期限市场利率的中枢，目前货币市场利率应已基本回到央行合意运行区间，继续大幅攀升的概率不高。为平衡“防套利”、“宽信用”“降成本”多重目标，央行将“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”。近期 DR007 中枢在 2.1%附近，接近逆回购利率，7 月 R007 均值已突破 2.2%，1Y 国股存单利率距离 MLF 利率 2.95%仅一步之遥。预计后续央行在利率债供给压力增大以及税期扰动阶段，仍会给予相应配合，通过公开市场操作来缓解阶段性资金压力。其中，8 月 MLF 到期量达 5,500 亿，在其利率已和同业存单利率趋近的情况下，预计 MLF 大概率将等量或小幅缩量叙做。

四、政策难点：利率传导与中小银行风险

“降成本”方面，二季度实体经济融资成本继续下行，但是下降斜率略有放缓。人民币一般贷款加权平均利率较 3 月的 5.48%降至 5.26%，其降幅略高于同期 LPR 的 20bp，略低于一季度一般贷款利率的降幅 26bp，可能受到了市场利率反弹的影响。同时，贷款利率的下降已倒逼商业银行主动降低负债成本率，《报告》指出，今年 6 月，国有行、股份行大额存单加权平均利率分别为 2.64%和 2.71%，较 2019 年末下降 30bp 和 34bp。**而三季度内，央行更加强调“综合融资成本”范畴，指向银行减少收费将是“降成本”的主要方式。**

此外，中小银行风险仍是政策关注的重点。考虑到中小银行信贷投放的领域信用风险相对较高，叠加延期还本付息政策，资产质量和资本补充压力本就较高的中小银行面临潜在风险。一方面，央行在专栏三回顾了包商银行风险处置的具体细节，包括债权保障、清产核资、改革重

组等，并披露已向包商银行提供 235 亿 SLF 作为流动性支持。另一方面，结合 8 月 3 日央行下半年工作电视会议中的表述，未来将“推动三年攻坚战如期收官，并转入常态化风险防控和风险处置”。

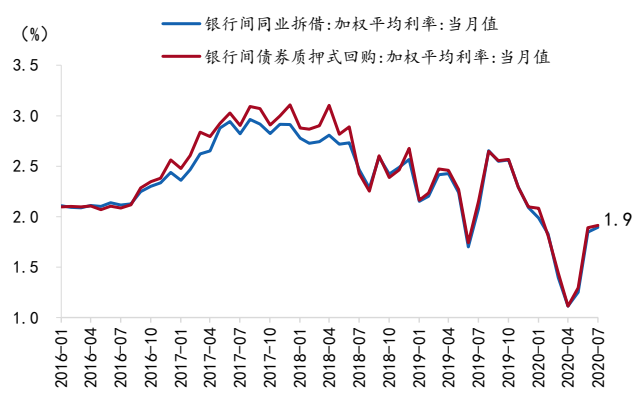
五、结论：结构性宽松延续

总体来看，《报告》延续了 730 政治局会议的精神，即总量性“宽货币”政策将趋于收敛，结构性“宽信用”政策持续发力。世界经济陷入衰退，我国二季度经济修复明显好于预期、却仍面临结构性难题，未来需更加注重“可持续发展”。“稳增长、保就业”仍为第一要务，“防风险”权重在未来或将上升，重点关注中小银行风险。三季度“稳货币、宽信用”的政策组合下，再贷款再贴现、直达实体工具等结构性政策的重要性显著上升，逆回购和 MLF 利率预计将成为相应期限市场利率的中枢，且社融增速上升的斜率将有所放缓。

货币政策在操作上仍有望延续结构性宽松立场。价格型操作上，三季度内 MLF 降息的概率较低，央行引导 LPR 下行的首选项或为压缩加点（LPR-MLF），可能通过结构性降息（再贷款再贴现利率调降）以降低银行资金成本，并通过减少银行收费进一步降低综合融资成本。**数量型操作上，三季度由于股市大涨，全面降准的概率较低，但超储率已处于历史低位，定向降准仍有一定的概率。**后续信贷将继续加大对民营小微企业、制造业中长期融资、“三农”、扶贫领域的支持力度。

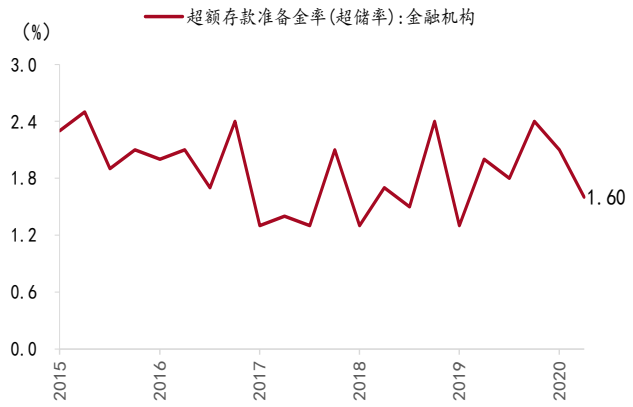
（评论员：谭卓 蔡玲玲 杨薛融 许天阳 邹萌）

图 1：二季度货币市场利率有所反弹



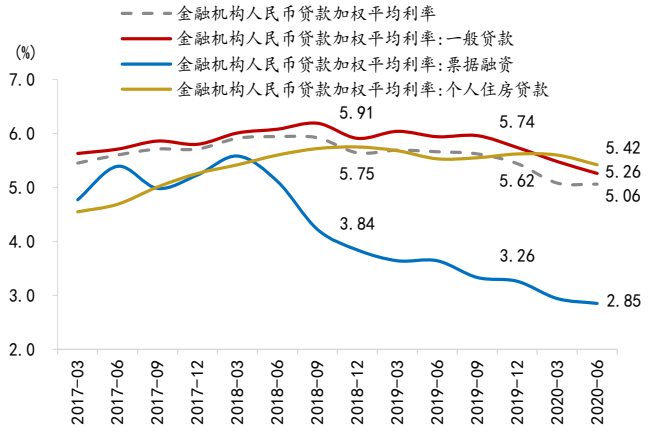
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：2020 年二季度超储率同比下降 40bp



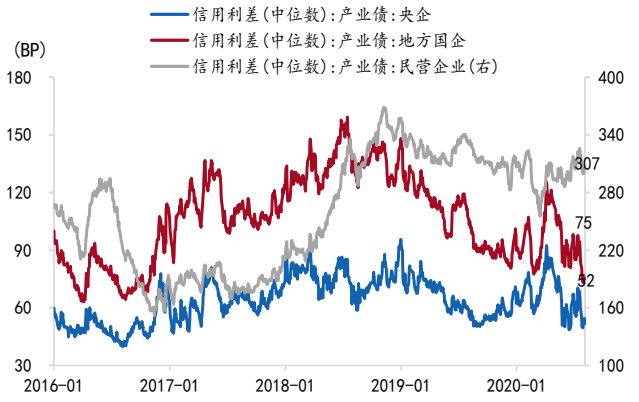
资料来源：WIND、招商银行研究院

图 3：实体经济融资成本继续下降



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 4：民营企业信用利差仍在高位（截至 8 月 6 日）



资料来源：WIND、招商银行研究院