2020 年 08 月 06 日

货币政策的长短期平衡

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

● **央行对国内外经济研判不同、强调把握扩大内需，物价短期扰动不改长期趋势**

报告对国内经济研判偏乐观、世界经济较为悲观，强调“牢牢把握扩大内需这个战略基点”。相较一季度，报告对疫情冲击的认定由“前所未有”改为“严重冲击”，认为二季度经济表现明显好于预期，经济进入“供给快速恢复、需求逐步改善”阶段，“下半年经济增速有望回到潜在增长水平”，而世界经济陷入衰退。**物价存在短期扰动、保持关注，不存在长期通胀或通缩基础。**报告指出物价存在一些短期扰动，包括汛期对农产品运输，及发达经济体货币宽松对国际大宗商品、疫情对供应链和产业链等影响。我们预计，中性情景下，未来 1-2 个月 CPI 或有所抬升，不改全年下行态势；下半年 PPI 同比或逐步抬升、但仍处于通缩区间。

● **政策方向不变，更加注重精准导向、跨周期设计和调节，强调与财政部门协同**

政策基调维持不变，更加注重精准导向、跨周期设计和调节。二季度执行报告关于货币政策方向、注重结构和跨期调节等表述，均与 7 月底中央政治局会议定调一致；并进一步明确 M2 和社融规模合理增长、流动性合理充裕，强调支持实体经济恢复和可持续发展，发挥结构性工具“精准滴灌”作用、提高政策“直达性”。**明确货币市场利率锚，强调加大对制造业中长期融资支持、与财政部门有机协同等。**二季度报告指出，“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”，与我们前期判断基本一致，当前流动性环境尚不具备持续收紧的宏微观基础。相较一季度，央行强调加大制造业中长期融资支持、与财政部门有机协同等。重申“房住不炒”定位下，报告指出实施好房地产金融审慎管理。

● **专栏 4 重点分析全球低利率原因、效果等；贷款利率回落，银行超储率偏低**

前 3 个专栏以回顾成果为主，专栏 4 分析全球低利率、认为利率并不是越低越好。专栏 1-3 分别介绍了结构性货币政策工具体系、利率传导机制、包商银行风险处置方面的工作；专栏 4 分析全球低利率，主要缘于政策、经济潜在增速下降等因素，指出利率过低会导致“资源错配”、“脱实向虚”等诸多负面影响，低利率局限性已引起发达经济体货币当局反思，强调我国坚持实施正常的货币政策。**企业和居民贷款加权平均利率均有所回落，银行超储率偏低。**6 月，贷款加权平均利率 5.06%，较 3 月回落 0.02 个百分点。其中，一般贷款和个人住房贷款加权平均利率分别为 5.26%和 5.42%，分别 3 月回落 0.22 个百分点和 0.18 个百分点。6 月银行超额准备金率 1.6%、为 2018 年以来同期新低，7 月可能进一步下降。

● **风险提示：**海外疫情加速恶化；金融风险累积导致政策出现调整。

相关研究报告

《宏观深度报告-“双循环”驱动系列（一）“国内国际双循环”的全球视野》-2020.8.4

《宏观经济专题-解密十万亿社融资金流向》-2020.8.4

《宏观经济专题-突出的就业压力，是政策决策的核心变量》-2020.8.3

目 录

1、 央行对国内外经济研判不同、强调把握扩大内需 3
2、 政策方向不变，更加注重精准导向、跨周期设计和调节 3
3、 专栏重点分析全球低利率、认为利率并不是越低越好 3
4、 风险提示 5

图表目录

表 1： 2020 年一、二季度货币政策执行报告主要内容对比表 4

8 月 6 日央行发布二季度货币政策执行报告，我们简评如下。

1、 央行对国内外经济研判不同、强调把握扩大内需

报告对国内经济研判偏乐观、世界经济较为悲观，强调“牢牢把握扩大内需这个战略基点”。相较一季度，报告对疫情冲击的认定由“前所未有”改为“严重冲击”，认为二季度经济表现明显好于预期，经济进入“供给快速恢复、需求逐步改善”阶段，“下半年经济增速有望回到潜在增长水平”，而世界经济陷入衰退。

物价存在短期扰动、保持关注，不存在长期通胀或通缩基础。报告指出物价存在一些短期扰动，包括汛期对农产品运输，及发达经济体货币宽松对国际大宗商品、疫情对供应链和产业链等影响。我们预计，中性情景下，未来 1-2 个月 CPI 或有所抬升，不改全年下行态势；下半年 PPI 同比或逐步抬升、但仍处于通缩区间。

2、 政策方向不变，更加注重精准导向、跨周期设计和调节

政策基调维持不变，更加注重精准导向、跨周期设计和调节。二季度执行报告关于货币政策方向、注重结构和跨期调节等表述，均与 7 月底中央政治局会议定调一致；并进一步明确 M2 和社融规模合理增长、流动性合理充裕，强调支持实体经济恢复和可持续发展，发挥结构性工具“精准滴灌”作用、提高政策“直达性”。

明确货币市场利率锚，强调加大对制造业中长期融资支持、与财政部门有机协同等。二季度报告指出，“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”，与我们前期判断基本一致，当前流动性环境尚不具备持续收紧的宏微观基础。相较一季度，央行强调加大制造业中长期融资支持、与财政部门有机协同等。重申“房住不炒”定位下，报告指出实施好房地产金融审慎管理。

3、 专栏重点分析全球低利率、认为利率并不是越低越好

前 3 个专栏以回顾成果为主，专栏 4 分析全球低利率、认为利率并不是越低越好。专栏 1-3 分别介绍了结构性货币政策工具体系、利率传导机制、包商银行风险处置方面的工作；专栏 4 分析全球低利率，主要缘于政策、经济潜在增速下降等因素，指出利率过低会导致“资源错配”、“脱实向虚”等诸多负面影响，低利率局限性已引起发达经济体货币当局反思，强调我国坚持实施正常的货币政策。

企业和居民贷款加权平均利率均有所回落，银行超储率偏低。6 月，贷款加权平均利率 5.06%，较 3 月回落 0.02 个百分点。其中，一般贷款和个人住房贷款加权平均利率分别为 5.26%和 5.42%，分别 3 月回落 0.22 个百分点和 0.18 个百分点。6 月银行超额准备金率 1.6%、为 2018 年以来同期新低，7 月可能进一步下降。

表1：2020 年一、二季度货币政策执行报告主要内容对比表

	2020Q1	2020Q2
重要数据	贷款加权利率 5.08%，一般贷款加权利率 5.48%	贷款加权利率 5.06%，一般贷款加权利率 5.26%
	金融机构超额准备金 2.1%	金融机构超额准备金 1.6%
专栏	我国货币政策向实体经济传导更为通畅	完善结构性货币政策工具体系
	再贷款再贴现精准助力抗击疫情和经济社会发展	**完善利率传导机制**
	贷款市场报价利率（LPR）改革取得重要成效	包商银行风险处置回顾
	新冠肺炎疫情对全球和我国经济的影响及应对分析	**怎样看待全球低利率**
经济形势分析	今年第一季度，新冠肺炎疫情对我国经济社会发展带来前所未有的冲击。但新冠肺炎疫情的影响是总体可控的，短期面临的巨大挑战改变不了中国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面……货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应…结构性货币政策积极有效…稳妥果断防控金融风险，金融体系总体健康…结构性、体制性、周期性问题相互交织，经济发展面临的挑战前所未有…针对新冠肺炎疫情造成需求不足、消费减少、企业经营困难、就业压力增大等问题，加大宏观政策逆周期调节力度，坚定实施扩大内需战略，统筹推进疫情防控和经济社会发展工作。	2020 年以来，新冠肺炎疫情给我国经济社会发展带来**严重冲击**…统筹疫情防控和经济社会发展工作取得重大成果…**我国经济展现出强劲韧性**，在常态化疫情防控中经济社会运行基本趋于正常…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”，市场预期总体稳定，**下半年经济增速有望回到潜在增长水平**。我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期…**世界经济陷入衰退**，国内经济还面临不少挑战…上半年为对冲疫情影响，逆周期调节力度有所加大，宏观杠杆率出现阶段性上升。随着经济增速向潜在水平回归，**宏观杠杆率也将逐步回归至合理水平**…**认真办好自己的事**，将改革和调控、短期和长期、内部均衡和外部均衡结合起来，增强经济竞争力、创新力、抗风险能力，**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，抓实经济社会发展各项工作。
	物价形势总体可控，通胀预期基本平稳，对未来变化需持续观察…短期内，新冠肺炎疫情等因素可能从供求两个方面继续对物价形成扰动，应保持密切监测分析。从基本面看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，不存在长期通胀或通缩的基础。	**物价涨幅总体下行**…近期部分省份汛情可能给农产品生产运输造成一些影响，发达经济体货币供应量快速攀升未来可能推高大宗商品价格，加之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**，仍需对各种因素可能导致的短期物价扰动保持密切关注。中长期看…**货币条件合理适度**，不存在长期通胀或通缩的基础。
政策基调	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…把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置，运用总量和结构性政策，保持流动性合理充裕…充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用…持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，疏通货币政策传导机制，引导贷款市场利率下行。协调好本外币政策，处理好国内经济和对外经济之间的平衡。	稳健的货币政策更加灵活适度、**精准导向**…实现稳增长和防风险长期均衡…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，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策工具的**精准滴灌作用**，提高政策的“直达性”…处理好内外经济平衡，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。
政策展望	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…维护我国在全球主要经济体中少数实行正常货币政策国家的地位…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…	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向…综合运用多种货币政策工具保持流动性合理充裕，**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**，保持货币供应量和社会融资规模**合理增长**…支持经济增长向潜在增速回归…推动金融体系向各类企业合理让利。**加强与财政部门有机协同**，促进政府债券顺利发行…积极发挥再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的牵引带动作用…

发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用，更好地服务实体经济…加强政策协调，促进金融要素流向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费双升级…发展供应链金融，依托核心企业信用加大对中小微企业融资支持…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。	发挥货币信贷政策促进经济结构调整的作用，更好地服务实体经济…建立健全银行增加小微企业贷款投放的长效机制。**长短兼顾、综合施策**…推动制造业银企对接，**加大制造业中长期融资支持**。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**。
完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用。加强金融债券管理制度建设…支持民营企业股权融资和发行债券融资，增强金融服务实体经济能力。促进公司信用类债券信息披露标准统一，完善相关制度建设…	完善金融市场体系，切实发挥好金融市场在稳增长、调结构、促改革和防风险方面的作用……加强制度建设、完善债券市场管理制度，促进制度标准统一，提升债券市场效率；**支持民营企业发行债券融资**…加强金融市场基础设施统筹监管与互联互通…
深化金融供给侧结构性改革…更好发挥开发性、政策性金融机构的作用。持续深化大型商业银行和其他大型金融企业改革…提高经营管理水平和风险控制能力。	深化金融供给侧结构性改革…充分发挥开发性、政策性金融在支持经济结构转型和高质量发展中的作用。**以强化公司治理机制为核心**，持续深化商业银行和其他金融企业改革…提高经营管理水平和风险控制能力。
继续打好防范化解重大金融风险攻坚战，确保风险总体可控、持续收敛，坚决守住不发生系统性风险的底线…确保党中央决策部署的各项风险化解任务目标如期完成，为 2020 年全面建成小康社会营造良好的金融环境。	继续打好防范化解重大金融风险攻坚战，确保风险总体可控、持续收敛，坚决守住不发生系统性风险的底线…**把握好抗击疫情、恢复经济和防控风险之间的关系**，稳妥推进各项风险化解任务…支持银行特别是中小银行多渠道补充资本和完善治理，加大不良贷款处置力度，**增强金融机构的稳健性**。

资料来源：中国人民银行，开源证券研究所

4、 风险提示

海外疫情加速恶化；金融风险累积导致政策出现调整。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn