宏观研究

货币政策新思路：保持定力+精准导向+跨周期调节

——点评 Q2 货币政策执行报告

宏观事件点评　　2020 年 8 月 7 日

报告摘要：

2020年8月6日，央行发布2020年第二季度货币政策执行报告。

- **央行对经济基本面的看法总体积极。**央行贯彻了7.30政治局会议精神，对经济基本面的看法总体积极。央行预计，下半年经济增速有望回到潜在增长水平，这是一个相当重要的判断，表明6%可能是央行对四季度经济预期的参考锚。央行对经济面临的挑战也给予了高度重视，这意味着宽松还不到退出的时候。短期内央行并不担心物价，物价对货币政策的影响不大。

- **上半年货币政策操作取得了显著成效。**上半年推出的正在实施中和将要实施的货币政策支持措施大概是9万亿元左右。二季度贷款加权平均利率继续下降，但降幅明显小于一季度。央行认为上半年货币政策体现了前瞻性、精准性、主动性和有效性。一个值得关注的点是，央行明确表示，公开市场操作利率作为短期市场利率中枢，这为我们理解货币市场利率变动提供了依据。

- **下半年货币政策的新思路，基本上可以用“保持定力+精准导向+跨周期调节”这三个关键词来概括。**疫情背景下2019年四季度和2020年一季度报告没有提到“保持定力”，本期报告是时隔半年后再次出现这一表述。至于“精准导向”和“跨周期设计和调节”，则是延用了7.30政治局会议的表述。
  - ✓ **保持定力，对应于降息概率大大降低。**
  - ✓ **精准导向，对应于结构性工具发力，下半年定向降准仍有可能。**
  - ✓ **跨周期调节，对应于防范化解金融风险的权重重新提升。**

- **风险提示：**全球政治经济不确定性加大、中国逆周期调节不及预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001
电话：010-85127665
邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008
电话：010-85127730
邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

1. 央行对经济基本面的看法总体积极

7.30 政治局会议对上半年经济工作给予了高度评价，央行与中央保持一致，在本期报告中对经济基本面总体上给出了积极的看法。具体来看，以下几点值得关注。

第一，6%可能是央行对四季度经济预期的参考锚。央行指出，目前我国疫情防控和经济恢复都走在世界前列，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。在此基础上，央行明确表示“下半年经济增速有望回到潜在增长水平”，这是一个相当重要的判断。考虑到学术界普遍认为，中国经济目前的潜在增长率为 6%，这意味着，在央行的预期中，下半年经济增速继续爬升，到四季度将达到 6%左右。无独有偶，这和我们中期展望给出的预期是一致的。

第二，央行对经济面临的挑战也给予了高度重视。央行强调了中国经济面临的几方面挑战，一是外部风险传导，主要是防范疫情输入和世界经济风险的压力仍然较大；二是疫情冲击仍在，餐饮旅游、文化娱乐等服务业恢复相对缓慢；三是经济运行中还存在一些结构性、体制性、周期性问题，发展不平衡不充分问题仍然突出。央行提出，对此要客观认识、理性看待，牢牢把握扩大内需这个战略基点。央行对这些问题的重视，意味着宽松还不到退出的时候。

第三，物价短期内不是货币政策的主要影响因素。央行表示，年初 CPI 涨幅走高，主要是猪肉价格较快上涨拉动，同时叠加疫情对供给的影响，既有结构性特征，又有阶段性特点。央行认为，物价涨幅总体下行，初步估计全年 CPI 涨幅均值将处于合理区间。央行对大宗商品价格变动、疫情对供应链产业链冲击的不确定性、汛情对农产品的冲击等可能导致短期物价扰动的因素也给予了关注。央行再次强调，中国经济不存在长期通胀或通缩的基础。从央行这些表态看，短期内央行并不担心物价，物价对货币政策的影响不大。

表1：上半年推出的货币政策支持措施详细统计表

支持项目	金额（亿元）
第1批专项再贷款	3000
第2批再贷款再贴现	5000
第3批再贷款再贴现	10000
三次降准	17500
MLF	10000
政策性银行专项信贷额度	3500
政策性银行一般信贷额度	6000
政策性银行专项纾困资金	1000
政策性银行转贷款	1000
公司信用类债券	10000
小微企业专项金融债券	3000
再担保业务规模	4000
小微企业信用贷款支持计划	4000
小微企业贷款延期支持工具	400
应收账款融资	8000
个体工商户低息贷款	3000
合计	**89400**

资料来源：民生证券研究院

2. 上半年货币政策操作取得了显著成效

上半年推出的货币政策支持措施大概是 9 万亿元，成效显著。日前，在上半年金融数据的新闻发布会上，央行有关负责人曾提到，上半年推出的正在实施中和将要实施的货币政策支持措施大概是 9 万亿元左右。我们做了一个梳理，9 万亿的详细情况见表 1。本期报告中，央行表示，总体来看，（上半年）稳健的货币政策成效显著，传导效率进一步提升，体现了前瞻性、精准性、主动性和有效性，金融支持实体经济力度明显增强。

二季度贷款加权平均利率继续下降，但降幅明显小于一季度。6 月，贷款加权平均利率为 5.06%，比 3 月下降 0.02 个百分点，比上年 12 月下降 0.38 个百分点，同比下降 0.6 个百分点。换言之，上半年贷款利率的降幅，绝大部分是由一季度贡献的。其中，一般贷款加权平均利率为 5.26%，比 3 月下降 0.22 个百分点，比上年 12 月下降 0.48 个百分点；企业贷款加权平均利率为 4.64%，比 3 月下降 0.18 个百分点，比上年 12 月下降 0.48 个百分点。

央行明确表示，公开市场操作利率作为短期市场利率中枢。央行指出，第二季度以来，公开市场 7 天期逆回购中标利率保持在 2.20%不变，既未受发达经济体宽松货币政策影响而下降，也未提高，发出明确的平稳信号，同时通过多种方式加强预期管理，促使货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行，发挥了公开市场操作利率作为短期市场利率中枢的作用。4 月份货币市场利率被市场参与者压低，一度脱离了公开市场操作利率，5 月下旬以来回归到公开市场操作利率附近。这为我们理解货币市场利率变动提供了明确依据。

3. 货币政策新思路：保持定力+精准导向+跨周期调节

下半年货币政策新思路体现为“保持定力+精准导向+跨周期调节”三个关键词。本期报告中，央行强调要“坚定信心，保持定力”。2019 年前三个季度货币政策执行报告均有保持定力的表述，疫情背景下 2019 年四季度和 2020 年一季度报告没有提到，本期报告是时隔半年后再次出现这一表述。至于“精准导向”和“跨周期设计和调节”，则是延用了 7.30 政治局会议的表述。我们理解，下半年货币政策的新思路，基本上可以用“保持定力+精准导向+跨周期调节”这三个关键词来概括。

保持定力，对应于降息概率大大降低。央行在专栏 4《怎样看待全球低利率》中，指出部分发达经济体实施了零利率甚至负利率政策，但从政策效果看，低利率政策效果不及预期，作用还有待观察。央行认为，利率过低还会导致“资源错配”“脱实向虚”等诸多负面影响。央行表示，2020 年以来，人民银行坚持实施正常的货币政策，保持利率水平与我们发展阶段和经济形势动态适配，本外币利差处于合适区间，人民币资产吸引力上升。在“下一阶段主要政策思路”一节，央行强调要深化利率市场化改革。综合来看，基本可以确定，下半年降息是一个小概率事件了。

精准导向，对应于结构性工具发力，下半年定向降准仍有可能。央行在专栏 1《完善结构性货币政策工具体系》中，指出如果货币政策只注意总量，则会造成更大的结构扭曲，总量目标也难以实现。结构性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，也有助于实现更好的总量调控效果。央行表示，下一阶段将进一步有效发挥结构性工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。在“下一阶段主要政策思路”一节，央行表示要进一步完善“三

档两优”存款准备金框架。这些表述结合起来看，作为结构性工具的定向降准下半年仍有可能实施。

跨周期调节，对应于防范化解金融风险的权重重新提升。央行表示，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。在“下一阶段主要政策思路”一节，央行表示，要统筹考虑宏观经济形势新变化，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。这表明，在经济社会运行基本趋于正常后，金融稳定和防范化解金融风险在货币政策制订中的权重重新提升了。

风险提示

全球政治经济不确定性加大、中国逆周期调节不及预期等。

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。