财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

宽货币放缓已成定局

——对央行二季度例会纪要的解读　　重要会议点评

财信国际经济研究院 伍超明宏观团队

伍超明 胡文艳

6 月 24 日，中国人民银行货币政策委员会 2020 年第二季度（总第 89 次）例会在北京召开。针对会议内容，我们的解读如下：

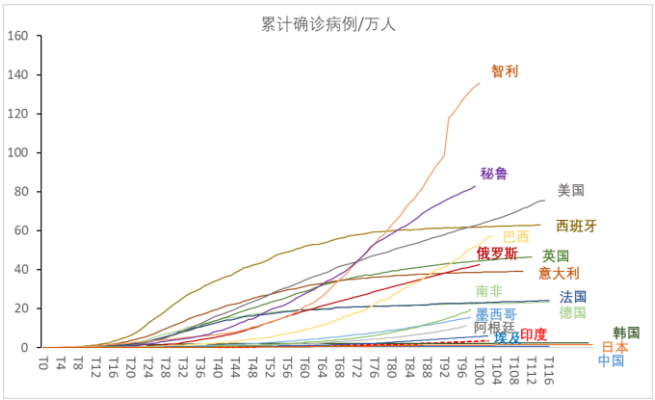
一、 全球疫情和经济发展将对国内经济复苏继续构成挑战

对于国内经济形势，会议指出“各类经济指标出现边际改善”，但“全球疫情和世界经济形势依然严峻复杂”，将“给我国经济发展带来风险和挑战”。这意味着全球战“疫”还远未结束，全球和中国经济的复苏充满不确定性。

从疫情看，截止 6 月 28 日，全球累计确诊病例超过 1000 万例，死亡病例超过 50 万例，疫情形势依旧相当严峻。当前巴西、俄罗斯、印度等国正在成为疫情的“新震中”，其国内累计确诊病例与总人口比重快速提高（见图 1）；同时老疫情中心美国新增确诊病例，在经济重新开放后也再次爬升。在新老疫情中心叠加影响下，目前全球每增加 100 万例确诊病例数所需时间，正在不断刷新纪录，由 4 月份之前的 74 天，缩短至 6 月份的 6 天（见图 2）。在疫苗批量生产全面上市之前，全球疫情拐点或远未到来。

从经济复苏看，随着疫情防控的采取和疫后经济活动的重启，疫情对全球前几大经济体影响最重的阶段正在过去。但 IMF 在 6 月份最新全球展望报告中指出，“疫情发展的根本不确定性是影响经济前景的主要因素”、“预计复苏将比之前预测的更为缓慢”，IMF 分别下调全球和中国 GDP 增速至-4.9%和 1.0%，较 4 月份分别调低 1.9 和 0.2 个百分点。预计在疫情这一“拦路虎”的影响下，未来全球经济均是行走在钢丝绳上的复苏，呈“U”型走势的概率偏大。

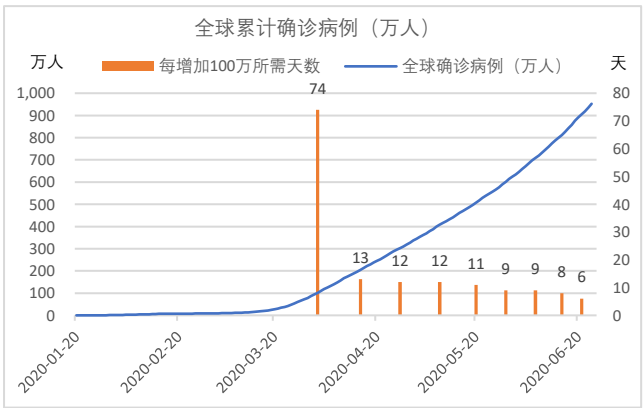
图 1：全球疫情“新震中”还在形成



资料来源：WIND，财信研究院

注：横轴为各国累计确诊病例超过 100 例的天数

图 2：每新增 100 万确诊病例天数在下降



资料来源：WIND，财信研究院

二、货币政策：宽松放缓已成定局，进入消化期与观察期

本次会议对于货币政策的表述，出现了两个明显变化：一是新增“坚持总量政策适度”表述；二是在“把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置”表述中，相比一季度例会，新增了“可持续发展”内容。对于上述变化，我们的理解是，宽货币放缓已成定局，货币政策进入前期政策消化期与观察期。

一方面，总量上，前期货币投放已占用较多全年额度，下半年社融增速将出现放缓。为对冲疫情影响，1-5 月份国内信贷和社融的投放规模均为巨量，在此背景下，央行提出“总量政策适度”，背后的潜台词或已是“适度控制总量规模”。实际上，根据 6 月 18 日央行领导在陆家嘴论坛上 2020 年人民贷款新增近 20 万亿元、社会融资规模增量超过 30 万亿元的表态，可估算出年内 6-12 月份国内新增贷款和社融规模分别约为 9.7、12.9 万亿元，较去年同期分别多增 0.9、0.1 万亿元，而今年 1-5 月份新增贷款和社融较去年同期分别多增 2.27、5.62 万亿元，意味着下半年社融同比增幅将大幅收窄，社融增速也将出现下降，央行宽信用放缓信号已相当明确。

表 1：中小微企业金融支持政策及进展

	内容	支持规模（万亿元）	进展情况
信贷支持政策	1）提供再贷款再贴现额度 1.8 万亿元，其中面向中小银行的额度为 1 万亿元	1.8	截至 5 月 30 日，已向企业发放 7600 亿元，剩余额度约 1 万亿元
	2）落实政策性银行专项贷款 3500 亿元	0.35	6 月底之前全部落实到位
	3）五家大型国有商业银行普惠型小微企业贷款增速高于 40%	＞1	截至 3 月末，六大国有行普惠小微企业贷款约增加 0.5 万亿元
	4）创设普惠小微企业信用贷款支持计划，新增 4000 亿元再贷款资金，带动普惠小微企业信用贷款增加 1 万亿元	≈1	预计 6 月完成第一次购买（共四次），年内剩余规模约 0.5 万亿元
	5）创设普惠小微企业贷款延期支持工具，新增 400 亿元再贷款额度，预计为 7 万亿元普惠小微企业贷款本金延期	≈7（存量延期）	截至 4 月末，已对超过 1.2 万亿贷款本息延期，剩余超过 5 万亿元
其他金融支持政策	1）引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元，支持大型企业更多发债融资，释放信贷资源给小微企业	--	截至 5 月末，新增企业债券融资 3 万亿元，接近 2019 年 3.2 万亿规模，离目标值差 1.2 万亿元
	2）促进中小微企业 2020 年应收账款融资 8000 亿元	0.8	

资料来源：人民银行，财信研究院

另一方面，结构上，支持实体经济的政策储备较充裕。央行新增“将支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置”，反映出未来货币政策的重点要兼顾稳增长和防风险，所以在“量”上不会大水漫灌，而是要把“量”精准滴管至实体主体，尤其是贡献了“56789”的民营经济。在“量”的方面，前期央行已推出了一揽子政策（见表 1）。目前来看上述政策储备充裕，接下来的重点是如何落实和落地，稳住中小微企业“基本盘”对货币大幅宽松的诉求在边际减缓。如根据我们的估算，上述中小微企业扶持政策，存量上可支持约 7 万亿普惠小微企业贷款延期，增量上保守估计可带动新增超 3 万亿中小微企业贷款（已考虑不同政策之间存在的重复计算问题），根据当前进展情况，下半

年剩余信贷空间还在一半以上。此外，上述多数政策都有再贷款再贴现额度的配套，在一定程度上保证银行有充足的流动性，使上述政策的精准落地具有可操作性，同时也降低了货币政策大幅宽松的必要性。

此外，央行对防风险目标的考量有所增加。为防止疫后实体经济与虚拟经济分化进一步拉大，资金跑冒漏滴进入房地产或金融市场空转，货币控总量、防风险的诉求增强。如本次会议提出“把握保增长与防风险的有效平衡”，与一季度例会“平衡好稳增长、防风险、控通胀的关系”的表述相比，其一“稳增长”改为“保增长”，表明增长目标在货币政策中的权重有所下降，叠加“控通胀”目标被删除，意味着“防风险”目标权重或明显上升；其二 与“平衡好”表述相比，“有效平衡”要求的标准更高，也是对“防风险”目标重视程度提升的表现。

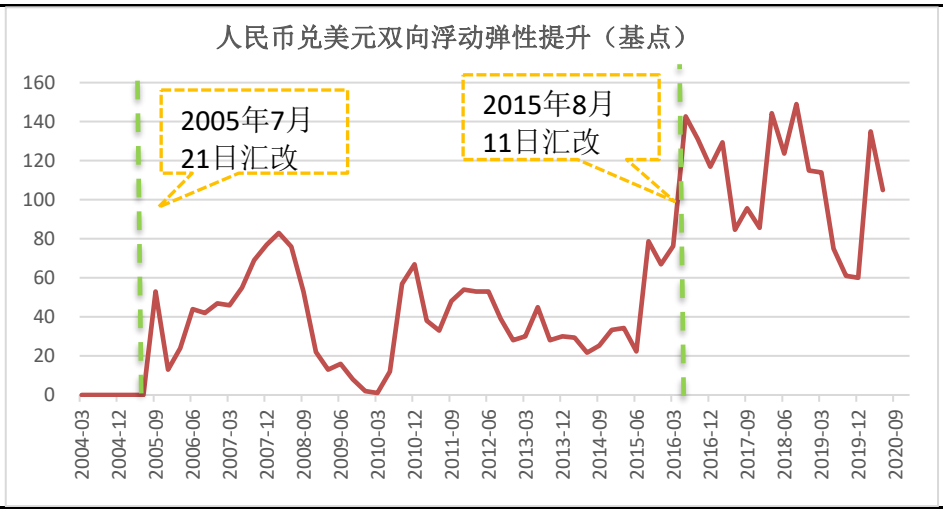
三、下一阶段货币政策操作：落实直达实体经济工具，推动金融机构让利，降准、降息或均后移

结合上文对宽货币放缓已成定局的判断，展望下一阶段货币政策操作，我们认为：

量的方面，央行对降准工具的运用将更为谨慎。实体扩信用主要通过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”来实现，包括继续用好普惠性再贷款再贴现额度和落实好新创设的直达实体工具等。

价的方面，降息时点也大概率会后移。一方面，防风险要求利率不宜过低，降息对金融资产，尤其是房地产价格的影响较大，为守住防风险底线，降息时点后移的概率较高；另一方面，国务院提出引导金融机构向企业合理让利 1.5 万亿元，可一定程度上替代降息推动企业融资成本有所下降。本次例会也提出“促进金融与实体经济良性循环”、“继续释放改革促进降低贷款利率的潜力”，本质上也是要求金融机构树立于实体企业“同生共荣”思维，让利企业帮助其渡过难关，同时也可以为自己减少呆坏账损失。

图 3：人民币兑美元双向浮动弹性提升



资料来源：WIND，财信研究院

四、汇率：双向浮动弹性提升

对于人民币汇率的表述，会议提出“人民币汇率总体稳定，双向浮动弹性提升”。自 2015 年 8 月 11 日汇改以来，国内人民币兑美元双向浮动弹性便明显提升，如弹性中枢由 2005-2015 年间的 40 基点左右，已升至 2016 年以来的 100 基点左右（见图 3）。随着国内对外开放步伐加快，预计人民币双向浮动弹性趋于提升，下半年人民币兑美元汇率大概率围绕 7.0 上下波动。

五、国内循环为主，国际国内互补双循环格局形成

本次会议提出“促进形成以国内循环为主、国际国内互促的双循环发展新格局”，相比以往“促进国民经济整体良性循环”的表述，反映出未来扩内需已成为一项长期战略。出现上述变化，背后原因有三：一是全球“大疫情”、“大封锁”、“大衰退”下，海外需求大幅萎缩难以避免，为对冲“三驾马车”中出口下降的影响，扩内需重要性凸显；二是疫后全球贫富分化差距拉大，逆全球化加速的根源性动因得到进一步强化，出口面临的冲击或偏长期化；三是疫情加大加深了多边合作和全球治理体系中的已有“裂缝”，推动国内循环地位提升的必要性进一步增强。

六、会议主要内容及对比

表 2 近几次货币政策委员会例会重要内容比较

主要指标		2019 年三季度	2019 年四季度	2020 年一季度	2020 年二季度
经济金融形势	国内	经济增长保持韧性 下行压力加大	经济增长保持韧性 下行压力仍然较大	经济增长保持韧性 经济下行压力加大	经济增长保持韧性 各类经济指标出现边际改善
	国际	外部不确定不稳定因素增多	世界大变局加速演变的特征更趋明显	境外疫情扩散蔓延对世界经济产生不利影响	全球疫情和世界经济形势依然严峻复杂
货币政策	总基调	稳健的货币政策要松紧适度	稳健的货币政策要灵活适度	稳健的货币政策要更加注重灵活适度 把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置	稳健的货币政策要更加灵活适度 把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置
	流动性	把好货币供给总闸门，不搞“大水漫灌”，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配	保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速相匹配，不搞“大水漫灌”	运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕	坚持总量政策适度 综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕
	利率	下大力气疏通货币政策传导，坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低	下大力气疏通货币政策传导，降低社会融资成本，坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低	下大力气疏通货币政策传导，继续释放改革促进降低贷款实际利率的潜力	着力打通货币传导的多种堵点，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力
逆周期调节		加大逆周期调节力度	科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度	加大宏观政策逆周期调节力度	加大宏观政策（删去逆周期）调节力度
稳增长与防风		——	平衡好稳增长和防风	平衡好稳增长、防风险、	把握保增长与防风险的

险		险的关系	控通胀的关系	有效平衡
支持民营企业	引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度	引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度	引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度	引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、民营企业的支持力度
现代金融体系建设	推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，促进国民经济整体良性循环	推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，促进国民经济整体良性循环	推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，促进国民经济整体良性循环	推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架，促进形成以国内循环为主、国际国内互促的双循环发展新格局

资料来源：人民银行网站，财信国际经济研究院

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，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直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。