

## 从二季度例会看下半年货币政策走向

### ——央行货币政策委员会第二季度例会内容解读

6月28日，央行公布了货币政策委员会第二季度例会公告。从公告内容来看，与一季度相比部分表述做了调整，新增“坚持总量政策适度”，强调货币在支持实体经济恢复的同时，也要重视“可持续发展”，要求“提高政策的‘直达性’”。我们认为，二季度例会内容对于理解下半年货币政策走向具有重要的信号意义。具体解读如下：

**一、央行将坚守不搞大水漫灌底线，全年货币扩张幅度有限，下半年基建遍地开花和房价大幅上涨现象不会出现。**本次例会央行延续了“新冠肺炎疫情对我国经济的冲击总体可控”的判断，认为稳健的货币政策体现了前瞻性、针对性和逆周期调节的要求。针对下一步的安排，会议在要求加大宏观政策逆周期调节力度的同时，新增“坚持总量政策适度”的内容。我们认为，这主要指向市场普遍关心的全年M2和社融存量增速。5月政府工作报告要求“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年”。截至5月末，这两项指标分别达到11.1%和12.5%，前者较上年末加快2.4个百分点，后者则加快1.8个百分点。考虑到今年包括特别国债、专项债等财政措施主要在下半年落地，投资、消费等关键宏观经济指标也将在下半年恢复正增长，因此下半年包括信贷、社融及M2增速还进一步上升空间。

不过，本次会议提出“坚持总量政策适度”，表明未来在货币政策加大逆周期调节的过程中，避免宏观杠杆率过快上升、防范系统性金融风险再度抬头仍在政策议程中占有重要位置。由此我们判断，今年M2和存量社融增速将分别控制在12%和14%以内，提速幅度会显著低于2009年的两位数水平。今年货币扩张幅度有限，意味着下半年基建遍地开花和房价大幅上涨现象不会出现，严控地方政府隐性负债、抑制房地产泡沫膨胀的政策立场不会改变。这也是本次会议提出“把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置”的落脚点。

**二、下半年监管层会进一步挖掘结构性货币政策潜力，有可能推出新的直达性政策工具。**本次会议公告要求“提高政策的‘直达性’”，对运用结构性货币政策加大对民营、小微企业等实体经济支持力度着墨较多。我们认为，这意味着

继两大创新工具之后，下半年央行还会进一步挖掘结构性货币政策潜力，除了现有的再贷款再贴现政策规模可能进一步扩大外，还有可能围绕再贷款再推出新的直达实体政策工具。另外，在债券发行开通“绿色通道”之后，监管层还有可能在债券市场推出新的债券品种及发行方式，提升中小微企业直接融资的可及性和便利性。我们认为，监管层强调货币政策精准滴灌、直达实体，一方面旨在提升货币政策传导效率，强化逆周期调节效果，另一方面也是在间接表达不搞大水漫灌的决心。

**三、下半年降息降准过程会持续推进，企业贷款利率、债券利率有较大下行空间。**5月中下旬以来，在抑制金融空转套利现象抬头的过程中，资金利率中枢出现较快上升，债市大幅下挫，6月信用债各类品种发行利率也上行20-70个基点。当前市场对未来资金利率走势、降息降准过程乃至货币政策走向关注度较高。我们认为，理解下半年货币政策走向，需要结合全球疫情发展态势，及其对国内宏观经济可能带来的影响进行研判。时至年中节点，全球疫情仍在加速蔓延，美国等一些发达经济体疫情出现不同程度反复。医学专家张文宏判断，“无论疫苗到来与否，全球性疫情蔓延情况至少要到年底和明年上半年。”这意味着三季度乃至下半年全球经济反弹将弱于此前预期，外需对国内经济的拖累作用会持续显现。另外，在全球疫情蔓延背景下，下半年国内还将保持较为严格的防控措施，服务消费等内需回升势头将不可避免地会受到一定影响。

这样来看，下半年为带动国内经济增速回归潜在增长水平（6.0%左右），夯实稳就业基础，宏观政策还需适度发力，其中货币政策的降息降准过程将会持续——这也是5月政府工作报告中的明确要求。我们判断，下半年MLF利率还有大约20到40个基点的下调空间，全面降准也有可能再实施两次，共下调1个百分点左右。这将带动企业一般贷款利率和信用债发行利率出现更大幅度下行。我们预测，下半年资金利率中枢不会持续处于6月以来的高位，尽管难以下破4月低点，但在政策性降息带动下，较当前水平会有一些下行空间。整体上看，今年在金融系统加大对实体经济让利的同时，以宽货币推动宽信用仍是货币政策的重要传导路径。下一步监管层在通过各类调控工具控制货币总量适度增长的同时，将着力通过降息降准、再贷款等手段降低实体经济融资成本。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。