

## 宏观点评

### 央行二季度货币政策报告的 7 大信号

**事件：**本周一（2021年8月9日），我国央行发布《2021年第2季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》），《报告》梳理了2021年第二季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况，并展望了2021年三季度中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。同时，《报告》撰写了5个专栏，分别为：专栏1《正确认识货币与通胀的关系》；专栏2《货币政策预期管理取得明显成效》；专栏3《货币政策支持区域协调发展》；专栏4《实际贷款利率稳中有降》；专栏5《人民币汇率双向波动成为常态》。

**核心观点：**本次报告的定调，总体延续730政治局会议、730央行下半年工作会议的提法，而相比Q1报告的变化，基本就是730政治局会议相比430政治局会议的变化，包括：突显内外压力、对经济的担心变大，强调跨周期调节、统筹今明两年，下半年货币政策应是稳中偏松，再降准甚至降息可期，防风险、严监管仍是大方向等等；同时，也有不少增量信息，包括：关注6个强化（自主性、稳物价、区域信贷平衡、碳减排工具落地、进一步降贷款利率、推动融合发展）；新增“加强对财政收支、政府债券发行、主要经济体货币政策调整等不确定性因素的监测分析，进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性”；新增“坚持央行和财政两个‘钱袋子’定位”；“引导市场利率围绕政策利率为中枢波动”改为“引导市场利率围绕政策利率上下波动”；补充解释7月降准，地方债加快发行也是一个因素。

**信号1：**央行认为全球经济复苏且分化，更加关注疫情、通胀、发达经济体货币政策转向带来的外溢效应；央行认为我国经济延续稳定恢复、稳中向好，但删掉了“稳中加固”，展望未来，央行对疫情和外部环境的担忧增加，新增“既要坚定信心、又要正视困难”，并突出经济增长可持续性面临挑战、大宗涨价给中小微企业带来困难、不良资产、影子银行、经济潜在增速下行等问题。

**信号2：**央行认为通胀压力总体可控，不存在长期通胀或通缩的基础，预计CPI平稳，PPI阶段性走高后趋于回落，并设专栏讨论货币与通胀的关系；我们继续提示，警惕下半年PPI同比维持高位甚至二次探高，并关注后续影响通胀的三重因素，即：猪价、保供稳价与碳中和政策平衡、长期通胀中枢可能抬升。

**信号3：**央行延续“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”的总基调，关注3个不变（管好总闸门、结构性支持、严控房地产）和6个强化（自主性、稳物价、区域信贷平衡、碳减排工具落地、降贷款利率、推动融合发展）。总体看，我们认为下半年货币政策应是稳中偏松，再降准甚至降息可期，其中：降准的概率大于降息，结构性降息或定向降息的概率大于全面降息，重点关注可能的LPR降息，以及碳减排定向支持工具的落地（再贷款、直达还是GMLF）。

**信号4：**央行设专栏全面介绍了货币政策预期管理机制，并将“引导市场利率围绕政策利率为中枢波动”改为“引导市场利率围绕政策利率上下波动”，补充解释降准是考虑到地方债加快发行等因素；我们认为，后续央行将继续配合地方发债节奏，调节流动性投放，进而保持流动性整体平稳。

**信号5：**央行延续“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义GDP增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”的提法，并强化保持物价基本稳定的要求；我们认为，尽管下半年货币政策稳中偏松，名义GDP受通胀拉动也可能超此前预期，但鉴于央行仍要稳住物价，M2和社融增速难大幅走高，继续维持低于去年1-2个百分点的中性假设，下半年节奏上可能先降后升。

**信号6：**央行延续提出“守住不发生系统性金融风险的底线”，更加重视重点领域风险，加强监管协调，并强化地方党政风险处置的属地责任，新增“推动做好重点省份高风险机构数量压降工作”。我们认为，央行对风险防范和处置的要求进一步趋严，继续提示2021年是监管大年，防风险、严监管仍是大方向，重点关注房地产调控、地方隐性债务化解（城投）、问题企业处置等等。

**信号7：**央行延续指出“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，新增“未来人民币汇率双向波动将是常态”；我们认为年内人民币可能小贬。

**风险提示：**政策力度不及预期；疫情超预期演化；中美冲突超预期。

#### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

邮箱：hening@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《后续通胀关注三大变量，PPI会再创新高吗？—兼评7月物价》2021-08-09
- 2、《重要的转折—逐句解读7.30政治局会议》2021-07-30
- 3、《客观看待信贷社融超预期，下半年节奏有三大扰动》2021-07-10
- 4、《存款利率报价方式调整，是变相“降息”？》2021-06-21
- 5、《央行一季度货币政策报告的7大信号》2021-05-12



## 内容目录

信号 1: 央行认为全球经济复苏且分化, 更加关注疫情、通胀、发达经济体货币政策转向带来的外溢效应等问题; 央行认为我国经济延续稳定恢复、稳中向好, 但删掉“稳中加固”, 展望未来, 对疫情和外部环境的担忧增加, 新增“既要坚定信心、又要正视困难”, 并突出经济增长可持续性面临挑战、大宗涨价给中小微企业带来困难、不良资产、影子银行、经济潜在增速下行等问题 .....	3
信号 2: 央行认为我国通胀压力总体可控, 不存在长期通胀或通缩的基础, 预计 CPI 平稳, PPI 阶段性走高后趋于回落, 多重因素影响下长期物价维持稳定; 我们继续提示, 警惕下半年 PPI 同比维持高位甚至二次探高, CPI 将较为稳定, 并关注后续影响通胀的三重因素 .....	4
信号 3: 央行延续“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”的总基调, 关注 3 个不变 (管好货币总闸门、结构性支持、房地产) 和 6 个强化 (自主性、稳物价、区域信贷平衡、碳减排工具落地、降贷款利率、推动融合发展)。总体看, 我们认为下半年货币政策应是稳中偏松, 再降准甚至降息可期 .....	6
信号 4: 设专栏全面介绍了货币政策预期管理机制, 并指出引导市场利率围绕政策利率上下波动, 补充解释降准是考虑到地方债加快发行等因素; 我们认为后续央行将继续配合发债节奏, 调节流动性投放, 使流动性整体维持平稳。 .....	7
信号 5: 央行延续“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义 GDP 增速基本匹配, 保持宏观杠杆率基本稳定”的提法, 并强化保持物价基本稳定的要求; 我们认为尽管下半年货币政策稳中偏松, 名义 GDP 受通胀拉动可能超此前预期, 但鉴于央行仍要稳住物价, M2 和社融增速难大幅走高, 维持低于去年 1-2 个百分点的判断, 下半年节奏上可能先降后升 .....	8
信号 6: 央行延续提出“守住不发生系统性金融风险的底线”, 更加重视重点领域风险, 加强监管协调, 并强化地方党政风险处置的属地责任; 我们认为本次报告对风险防范和处置要求进一步趋严, 2021 年防风险, 严监管仍是大方向 .....	8
信号 7: 央行延续指出“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定, 并强调“未来人民币汇率双向波动将是常态”; 我们认为后续人民币可能小幅贬值, 但空间有限 .....	9
风险提示 .....	9

## 图表目录

图表 1: 疫情反复可能迟滞世界经济复苏进程 .....	3
图表 2: 全球通胀明显升温 .....	4
图表 3: 主要发达经济体继续维持宽松货币政策立场, 但以美联储为首的货币政策转向预期在升温 .....	4
图表 4: CPI 同比、PPI 同比预测 .....	5
图表 5: 贷款利率稳中有降 .....	7
图表 6: 央行将引导市场利率围绕政策利率上下波动 .....	8
图表 7: 二季度人民币兑美元总体双向波动 .....	9

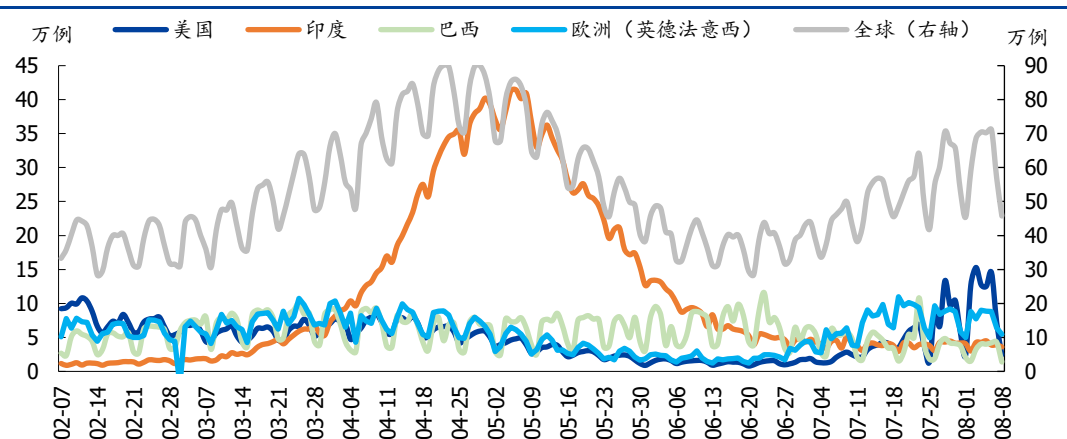
本周一（2021年08月09日），我国央行发布《2021年第二季度中国货币政策执行报告》（以下简称《报告》），《报告》梳理了2021年第二季度我国货币信贷概况、货币政策操作、金融市场运行和国内外宏观经济形势的总体情况，并展望了2021年第三季度中国宏观经济和介绍了下一阶段我国货币政策思路。同时，《报告》撰写了5个专栏，分别为：专栏1《正确认识货币与通胀的关系》；专栏2《货币政策预期管理取得明显成效》；专栏3《货币政策支持区域协调发展》；专栏4《实际贷款利率稳中有降》；专栏5《人民币汇率双向波动成为常态》。具体看，本次《报告》共释放了7大信号：

### 信号1: 央行认为全球经济复苏且分化, 更加关注疫情、通胀、发达经济体货币政策转向带来的外溢效应等问题; 央行认为我国经济延续稳定恢复、稳中向好, 但删掉“稳中加固”, 展望未来, 对疫情和外部环境的担忧增加, 新增“既要坚定信心、又要正视困难”, 并突出经济增长可持续性面临挑战、大宗涨价给中小微企业带来困难、不良资产、影子银行、经济潜在增速下行等问题

全球看，央行认为全球经济延续复苏，但分化严重，且疫情反弹带来新的不确定性。对全球通胀的担忧明显升温。《报告》指出“全球经济总体延续复苏但分化严重，劳动力市场恢复有限，通胀预期明显升温，近期多国疫情反弹给经济前景带来新的不确定性”。一季度为“全球经济逐步复苏，疫苗接种加快，市场对经济前景的预期趋于乐观，通胀预期有所升温。也要看到，经济复苏进程中的不平衡问题凸显，近期多国疫情反弹进一步增加了经济恢复的不确定性”。去年四季度为“2020年，受新冠肺炎疫情冲击，全球经济经历了二战以来最严重衰退。疫情冲击引发财政可持续风险和金融风险隐患上升，对全球经济结构、国际贸易和投资也产生了深远的影响，可能存在长期伤痕效应”。

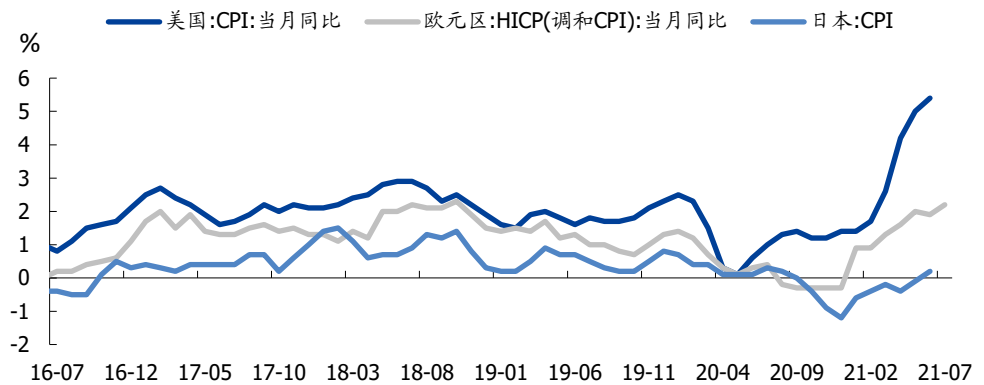
后续值得关注的问题集中在疫情、通胀、发达经济体货币政策转向等问题上。1) 央行认为疫情脉冲式冲击不同国家，可能迟滞世界经济复苏进程。疫情、疫苗演进仍是未来影响全球经济复苏的重要因素。2) 全球供需错配仍然存在，通胀上升会否持续尚待观察，并提出芯片短缺、运费屡创新高、大宗商品和耐用品涨价等压力。3) 主要发达经济体货币政策转向可能带来溢出效应和风险扩散。央行担心主要发达经济体货币政策转向步伐可能加快（应主要指美联储Taper和加息），从而给新兴经济体带来跨境资本流动、汇率和金融市场风险。

图表1: 疫情反复可能迟滞世界经济复苏进程



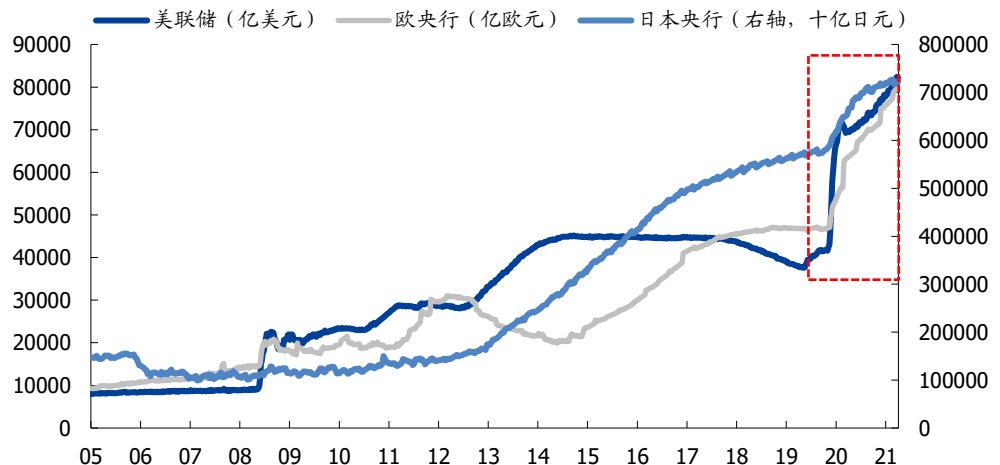
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 全球通胀明显升温



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 主要发达经济体继续维持宽松货币政策立场, 但以美联储为首的货币政策转向预期在升温



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

国内看, 回顾今年上半年, 央行延续一季度的看法, 即经济稳定恢复、稳中向好。《报告》指出“我国经济持续稳定恢复, 生产需求继续回升, 就业物价总体稳定, 经济发展呈现稳中向好态势, 发展动力进一步增强”(一季度为“我国经济持续稳定恢复, 发展动力不断增强。生产持续恢复性增长, 三大需求稳步恢复, 消费拉动经济增长作用提升, 就业物价稳定, 国民经济开局良好”)。展望下半年, 与一季度相比, 央行对疫情和外部环境的担忧加强, 新增“既要坚定信心、又要正视困难”, 认为国内经济增长动能可持续性面临挑战, 且突出了大宗涨价给中小微企业带来困难。央行认为全球疫情仍在持续演变, 外部环境更趋严峻复杂(一季度为“外部环境依然复杂严峻”); 延续一季度的看法, 认为“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”, 新增“经济增长动能的可持续性面临一定挑战”, 突出了“大宗商品价格大幅上涨抬升企业成本, 一些中小微企业困难较大”, 延续对“人口老龄化加快、绿色转型等中长期挑战”的关注, 并新增对“不良资产, 影子银行反弹压力、经济潜在增速下行”等问题的关注。

**信号 2: 央行认为我国通胀压力总体可控, 不存在长期通胀或通缩的基础, 预计 CPI 平稳, PPI 阶段性走高后趋于回落,**



## 多重因素影响下长期物价维持稳定；我们继续提示，警惕下半年 PPI 同比维持高位甚至二次探高，CPI 将较为稳定，并关注后续影响通胀的三重因素

《报告》认为我国通胀压力总体可控，不存在长期通胀或通缩的基础。《报告》主要回答了两个问题，即短期 CPI 和 PPI 如何运行，以及长期物价可能的走势。一方面，《报告》指出 CPI 涨幅处于低位，预计下半年仍将在合理区间内平稳运行。PPI 涨幅有所扩大，应客观、历史看待。既有低基数的因素，可以结合三年整体视角观察；也因为 PPI 本身波动就相对较大，数月内阶段性下探或冲高并不少见。总体看，PPI 走高大概率是阶段性的，未来有望趋于回落。另一方面，长远看，物价走势有望保持稳定。其中劳动生产率增速下降、人口老龄化抑制通胀；而碳排放成本显性化又会一定程度上推升物价。两者相互对冲，有利于稳定物价。

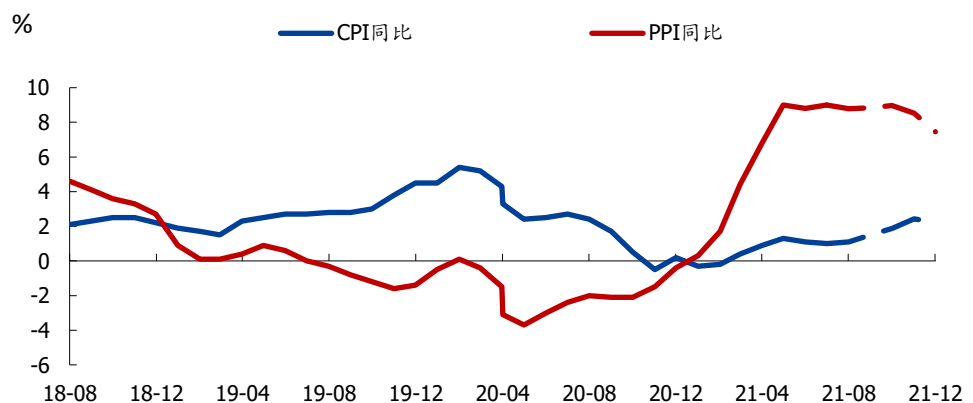
我们维持报告《后续通胀关注三大变量，PPI 会再创新高吗？—兼评 7 月物价》中的判断，即：警惕下半年 PPI 同比维持高位甚至二次探高，CPI 将较为稳定；并关注后续影响物价的三重因素，即：1) 猪价：立秋之后有望震荡走强，但本轮猪周期底部可能要到 2022 年之后；2) 保供稳价和长期“双碳”目标的平衡，将制约 PPI 涨幅；3) 长期通胀中枢可能上移。

具体预测方面：

>CPI: 高频数据看，8 月首周鲜菜、鸡蛋大幅涨价，猪价虽有所下降但降幅放缓，且立秋之后需求可能提升，叠加季节规律看 8 月 CPI 食品环比多有上行，预计 8 月 CPI 食品项环比走强。7 月底以来疫情反复，可能对非食品 CPI 形成拖累，综合看，在基数小幅降低情况下，预计 8 月 CPI 同比持平或小升。全年预测维持此前判断，预计 2021 年 CPI 同比由去年的 2.5% 降至 1%-2%。

>PPI: 高频数据看，截至 8 月 9 日南华工业指数和 CRB 工业原料现货指数分别环比下降 0.6% 和回升 1%。分商品看，原油环比降价，铜、螺纹钢环比涨价。综合看，我们预计国际定价的大宗商品可能维持震荡，保供稳价要求下国内定价大宗商品环比涨幅可能回落，对应 PPI 同比可能高位震荡（目前预测在 8.7%-8.9%）。维持此前判断，在国际大宗商品涨幅回落，但难大跌假设下，下半年 PPI 同比可能在 7%-8% 以上高位震荡，而一旦环比有数月超过 0.2%，则同比可能破前期 9% 高点。综合当前经济面，预计 2021 年 PPI 同比由 -1.8% 升至 5% 甚至 6% 以上。

图表 4: CPI 同比、PPI 同比预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 虚线表示预测值

**信号 3: 央行延续“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”的总基调, 关注 3 个不变(管好货币总闸门、结构性支持、房地产)和 6 个强化(自主性、稳物价、区域信贷平衡、碳减排工具落地、降贷款利率、推动融合发展)。总体看, 我们认为下半年货币政策应是稳中偏松, 再降准甚至降息可期**

央行强调“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度、稳字当头, 坚持实施正常的货币政策, 搞好跨周期政策设计, 增强宏观政策自主性, 根据国内经济形势和物价走势把握好政策力度和节奏。统筹今明两年宏观政策衔接, 保持流动性合理充裕, 保持货币信贷和社会融资规模合理增长, 管好货币总闸门”。总体看, 延续了易纲行长陆家嘴论坛、730 政治局会议、央行下半年工作会议的总基调。与 Q1 报告相比:

首先, 关注三大不变:

- 1) 《报告》延续“保持流动性合理充裕, 管好货币总闸门”等提法, 意味着货币政策继续保持稳健, 并“坚决不搞‘大水漫灌’”。
- 2) 《报告》继续强调“加大力度支持普惠金融, 引导金融机构加大对科技创新、小微企业、绿色发展、制造业等领域的支持”, 即我们持续提示的央行“结构性宽松”的方向。
- 3) 央行继续坚持“房住不炒”定位, 延续去年 Q4 和今年 Q1 的说法, 即“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”。

其次, 较一季度报告有所变化或强化的要点在于:

- 1) 强调宏观政策自主性和跨周期(今明两年)调节。《报告》强调“增强宏观政策自主性”, “统筹今明两年货币政策衔接”, 意味着在今年下半年经济下行压力较上半年有所加大, 并且明年会继续加大的情况下, 且 11-12 月 MLF 合计到期量接近两万亿, 为做好跨周期调节, 央行下半年可能再降准降息。在外围环境收紧预期升温背景下, 我们将继续“稳字当头, 坚持自主性”。

- 2) 更加关注稳定物价。《报告》新增“密切跟踪研判物价走势, 稳定社会预期, 保持物价水平总体稳定”, 再结合 730 首次在政治局会议层面明确提出“做好大宗商品保供稳价工作”, 预示着央行既要给中小微企业降低成本, 缓解大宗涨价带来的成本压力; 又不能搞“大水漫灌”。央行在专栏 1《正确认识货币与通胀的关系》中对比指出, 疫情后央行和财政配合大量增加货币的量化宽松政策, 与 2008 年金融危机之后以增加基础货币为主的量化宽松政策不同, 前者更易引起通胀。因此, “货币大量超发必然导致通胀, 稳住通胀的关键还是要管住货币, 下一步要坚持央行和财政两个‘钱袋子’定位, 从根本上保持物价水平总体稳定(即暗示不搞财政赤字货币化的政策取向)”。

- 3) 更加关注区域间信贷平衡。《报告》指出“实施好信贷增长缓慢省份再贷款政策, 支持区域协调发展”, 并在专栏 3《货币政策支持区域协调发展》中, 明确对相关信贷增长缓慢地区新增 2000 亿元再贷款额度, 持续跟踪其落地使用情况, 引导金融机构持续加大对信贷增长缓慢地区的信贷支持力度, 加快改善金融生态。

- 4) 推动碳减排支持工具落地生效, 密切关注后续的定向支持举措。与一季度相比, 本次《报告》更加突出了碳减排支持工具的落地情况。《报告》指出“有序推动碳减排支持工具落地生效”(一季度为“研究推出央行碳减排支持工具”), 并明确提出“向符合条件的金融机构提供低成本资金, 支持金融机构为具有显著碳减排效应的重点领域提供优惠利率融资”。因此, 关注后续可能利用再贷款、定向降息等手段支持绿色低碳企业发展。

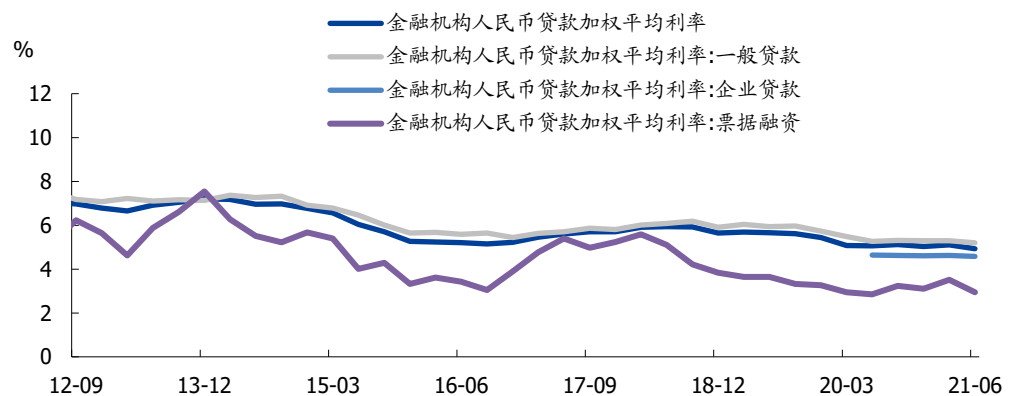
- 5) 强化对小微企业的支持力度, 继续推动实际贷款利率进一步降低, 确保小微企业综合融资成本稳中有降。《报告》延续指出“推动实际贷款利率进一步降低”, 并新增“督促

银行将政策红利传导至实体经济，增强小微企业贷款市场竞争性，切实做到小微企业融资更便利，综合融资成本稳中有降”，应是延续了730政治局会议关于“助力中小企业和困难行业持续恢复”的要求。此外，《报告》在专栏4《实际贷款利率稳中有降》中指出，随着LPR嵌入内部资金转移定价（FTP）和存款利率自律上限确定方式的转变（详见报告《存款利率报价方式调整，是变相“降息”？》），实际贷款利率稳中有降。其中，截至2021年6月，贷款加权平均利率为5.07%，较上年同期下降0.07个百分点；企业贷款加权平均利率为4.63%，较上年同期下降0.16个百分点。后续将继续推动实际贷款利率进一步降低，确保小微企业综合融资成本稳中有降。

6) 统筹推进融合发展。本次《报告》延续了央行2021年下半年工作会议的提法，较Q1报告新增“统筹推进普惠金融与绿色金融、科创金融、供应链金融等融合发展”的表述。

总体看，我们认为下半年货币政策应是稳中偏松，再降准甚至降息可期，其中，降准概率大于降息，结构性降息概率大于全面降息，建议关注可能的LPR降息，以及碳减排定向支持工具的落地（再贷款、直达还是GMLF）。

图表5: 贷款利率稳中有降



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

信号4: 设专栏全面介绍了货币政策预期管理机制，并指出引导市场利率围绕政策利率上下波动，补充解释降准是考虑到地方债加快发行等因素；我们认为后续央行将继续配合发债节奏，调节流动性投放，使流动性整体维持平稳。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_10806](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10806)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn