

2024年05月10日

# 货币政策开始向中性收敛

## 货币政策执行报告（24Q1）点评

### 投资要点

- ◆ **弱化通过降低融资成本激发有效需求的目标和传导机制阐述，强调经济转型升级令信贷需求增速降温，过量投放容易导致资金空转套利。**删除了此前“加大货币信贷支持经济力度”的描述，重新改为“保持流动性合理充裕”这一较为中性的总结，并删除降低融资成本“激发有效需求”。货币政策未来立场导向部分，删除“有效支持促消费、稳投资、扩内需”的明确要求。年初以来，与房地产需求直接相关的居民新增贷款和与基建投资及地方债务风险直接相关的企业中长期贷款先后于2-3月出现明显降温态势，在“专栏1 信贷增长与经济高质量发展的关系”中将这种变化归因为“房地产市场供求关系发生重大转变，地方债务风险防控加强，过去靠房地产、地方融资平台等债务驱动的经济增长模式难以持续”而导致的内生性信贷需求总量降温的结果，并指出当前“继续增加信贷投放的边际效果递减”，如果基于“规模情结”而持续投放超过实体经济真实有效融资需求的贷款，可能导致低效企业难以出清、企业资金空转套利等问题。上述表述共同指向央行认为实体经济转型升级、系统性风险加速化解过程中信用融资需求已经内生性下降。
- ◆ **弱化对房地产市场支持力度表述，强化把推动价格温和回升作为货币政策的重要考量，也显示未来流动性投放节奏将从投资需求向居民消费内需表现倾斜，而消费作为内需中波动较小、趋势扭转较慢的基础性来源，与货币刺激的关联相对较远。**删除了加大对保障性住房、平急两用、城中村改造金融支持力度的阐述，新增“把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量”，显示“畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转”的要求包含有货币传导从原先通过降息刺激投资向改善居民消费融资保障、促进居民消费内需逐步改善的方向倾斜的深层次理念。在“专栏2”中明确指出当前“实体经济供给端和投资领域融资相对较多，而需求端尤其是消费仍有较大增长潜力”，并进一步提出从“钱在哪”的角度看，“由于居民消费有待恢复、总需求不足，存款主要留存在居民部门，没有进一步通过居民部门支出转化为企业存款”，与表外资管产品回报率变化共同影响了居民风险偏好和投资行为，也显示货币政策新的传导机制建设或将更加关注活化居民存款、激发消费贷款，提升居民消费内需促进物价温和回升方面。支持发挥政策合力，“更好实现居民敢消费、企业愿投资、政府能兜底，推动实体经济畅通循环”。
- ◆ **强调坚决纠偏汇率顺周期行为，坚决防范汇率超调风险，在美元指数年内连续走强并导致多数非美货币大幅贬值的背景下，我国货币政策亦受外部约束而难以大幅放松。**报告明确指出“全球经济复苏动能分化，发达经济体货币政策调整、地缘政治冲突等不确定性依然存在”。当前美国经济供需循环整体仍然偏热，欧日等非美发达经济体需求和通胀降温较快，提前降息需求较为迫切，美元指数可能阶段性继续上冲，外溢性汇率贬值压力亦可能对我国货币政策操作形成约束。我们维持美联储、欧央行分别于9月、6月“首降”的展望，维持我国今年9月降准50BP、9-12月1Y LPR/MLF利率可下调30BP但5Y LPR在当前水平维持不变的预测。
- ◆ **指出长期国债收益率将“总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内”，并结合今年财政政策积极且力度较大，引导市场对长期国债利率进行理性定价。**“专栏4”首先给出长期国债收益率的合理定价模式“主要反映长期经济增长和通胀的预期”，在此基础上指出宏观层面我国经济长期向好，未来较长时期仍将保持合理增速，将对长期国债收益率形成支撑。此外，专栏还指出近期“市场缺乏安全资产”，银行保险等机构出于“早买早收益”的考虑，债券市场投资的需求相应增多，一定程度反映出央行对机构预期过于一致可能导致市场未来波动的担忧，并由此总结称市场投资者“会更为关注长期债券投资的利率风险”，“坚持审慎理性的投资理念，防范投资行为过于短期化可能带来的损失”。展望未来，专栏指出今年“积极财政政策的力度比较大”，政府债券发行“节奏还会加快”，债市供需有望进一步趋于均衡。
- ◆ **风险提示：**货币政策宽松力度低于市场预期风险，长期国债收益率大幅上行风险。

# 定期报告

分析师

秦泰

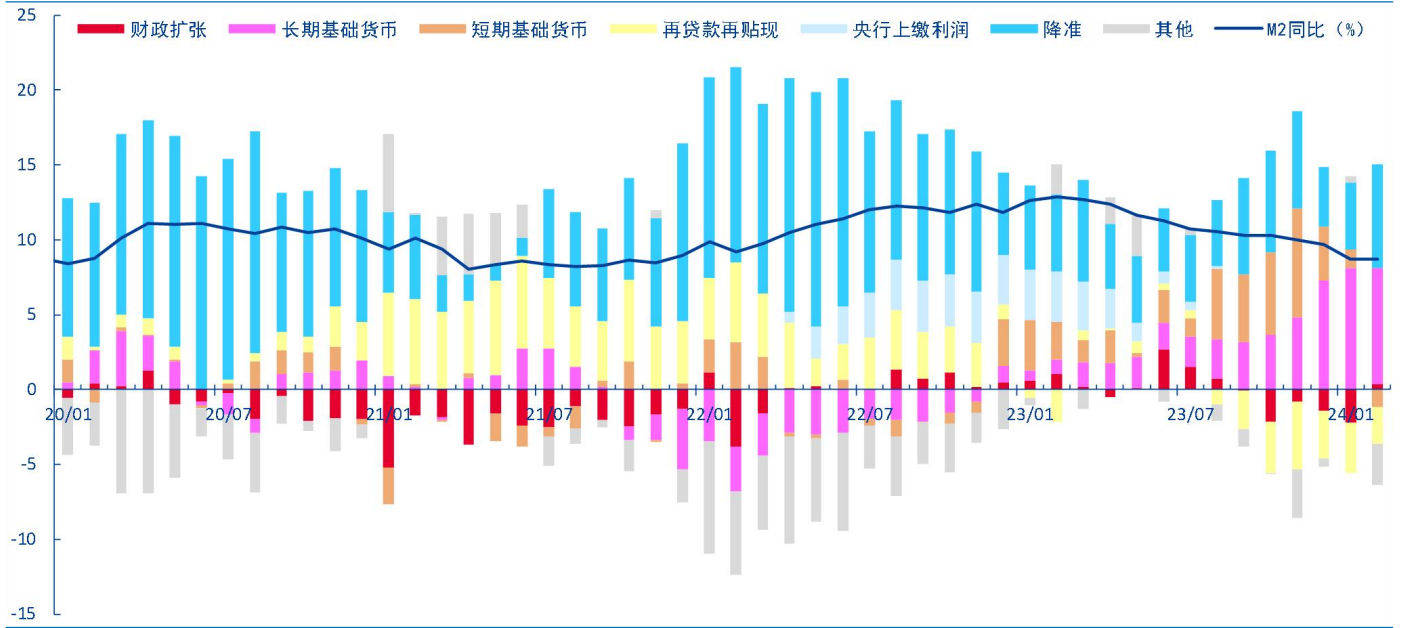
SAC 执业证书编号：S0910523080002  
qintai@huajinsec.cn

### 相关报告

- 中端品低基数温和推升出口，能否持续？——国际贸易数据点评（2024.4） 2024.5.9
- 扩张何去？融资何从？——2024年财政政策展望 2024.5.7
- 外汇利率、消费地产、重要会议——五一假期国内外宏观综述 2024.5.5
- 美失业率上行，通胀必然回落？美国就业数据点评 2024.5.3
- 以“放缓缩表”促“通胀收敛”的双层逻辑——美联储 FOMC 会议点评（2024.5） 2024.5.2



图 1: M2 同比增速及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

## 分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)