

财政主导，货币配合，关注通胀变化

——中国货币政策系列一

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

5月10日，人民银行发布《2024年第一季度中国货币政策执行报告》指出，下一阶段稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。将推动企业融资和居民信贷成本稳中有降，畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

核心观点

■ 基调：经济表述积极，关注未来的逆周期调节

经济形势定调积极：一季度“经济运行中积极因素增多，动能持续增强，社会预期改善”。

货币政策加大配合：货币政策在表述“强化逆周期调节”中取消了“适时”，货币政策在今年更倾向于配合宏观政策的特点，未来随着财政政策的落实，货币政策或将更为积极。

■ 展望：关注名义增长，货币政策维持总量宽松

货币政策关注通货膨胀目标。2023年底中央经济工作会议提出“价格”纳入货币政策，未来央行“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。

金融数据弱化总量增长数据。央行在专栏一中强调了高质量经济增长阶段信贷需求“换挡”、信贷结构升级，需要弱化对于信贷总量对于经济的影响。正像自年初信贷超预期扩张后，4月信贷出现低预期增长，对于实体经济的影响并没有信贷数据波动那么大。

关注今年外汇市场的压力。2024年国际政治风险在加大，全球央行货币政策面临转折，外部压力外溢性有可能加大的情况下，央行用了两个坚决来表达对于维持外汇市场稳定的决心——坚决对顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险。

关注未来国债收益率回升风险。央行认为长期国债收益率存在回升风险：货币政策逆周期调节力度较强，今年积极财政政策的力度比较大，计划发行的政府债券规模也不小，发行节奏还会加快。我们认为值得关注未来财政政策的实施节奏，一方面央行货币政策实施会更加配合财政政策的进程，另一方面能够改变央行货币政策预期的重要因素在于通胀，即财政落地带来的实体供需环境和价格环境能否有效改善。

■ 风险

经济数据短期波动风险，金融市场波动风险

目录

| | |
|----------------------------|----|
| 宏观事件 | 1 |
| 核心观点 | 1 |
| 《货币政策执行报告》摘要对比分析 | 3 |
| 第一段：总基调 | 3 |
| 第二段：货币政策执行情况 | 4 |
| 第三段：货币政策取得效果 | 6 |
| 第四段：未来货币政策基调 | 7 |
| 第五段：未来货币政策实施 | 8 |
| 《货币政策执行报告》专栏分析 | 10 |
| 专栏 1 信贷增长与经济高质量发展的关系 | 10 |
| 专栏 2 从存贷款结构分布看资金流向 | 11 |
| 专栏 3 持续提升外籍来华人员支付便利性 | 11 |
| 专栏 4 如何看待当前长期国债收益率 | 12 |

图表

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 1：一季度宏观经济持续恢复 单位：%YOY | 4 |
| 图 2：一季度货币政策稳健 单位：% | 4 |
| 图 3：美联储降息预期持续修正 单位：%PCT | 6 |
| 图 4：市场波动率静默和中债扁平化 单位：BP | 6 |
| 图 5：信贷对企业行为的传导流程 | 10 |
| 图 6：人民币贷款余额对比 单位：万亿 | 11 |
| 图 7：人民币存款余额对比 单位：万亿 | 11 |
| 图 8：2024 年国债月度发行 单位：亿元 | 12 |
| 图 9：收益率曲线长端开始有所回升 单位：% | 12 |

《货币政策执行报告》摘要¹对比分析

我们对央行一季度和去年四季度货币政策执行报告的摘要进行了对比分析，其中，**蓝色字体**为一季度报告新增部分，**红色删除线**为对去年四季度报告删除部分。

第一段：总基调

一季度表述：

今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我国宏观调控力度加大，**巩固和增强**经济回升向好态势，**经济运行中积极因素增多，动能持续增强，社会预期改善**，高质量发展扎实推进，**呈现增长较快、结构优化、质效向好的特征**。一季度国内生产总值（GDP）同比增长 5.3%，**居民消费价格指数（CPI）同比转正，国民经济实现良好开局**。中国人民银行坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真落实党中央、国务院决策部署，强化逆周期调节，稳健的货币政策**灵活适度、精准有效**，**为经济回升向好营造了良好的货币金融环境**。

去年四季度表述：

~~2023 年是三年新冠疫情防控转段后经济恢复发展的一年，也是新一届政府的开局之年，~~在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我国**顶住外部压力、克服内部困难**，加大宏观调控力度，国民经济回升向好，全年国内生产总值（GDP）同比增长 5.2%，**转型升级成效显著**，高质量发展扎实推进。中国人民银行坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，**全面贯彻党的二十大精神**，认真落实党中央、国务院决策部署，稳健的货币政策**精准有力**，**适时**强化逆周期调节，~~统筹把握总量与结构、数量与价格、内部与外部均衡，有效支持了实体经济发展。~~

华泰分析：

货币政策执行报告首段对当前经济现状和货币政策基调进行了回顾。

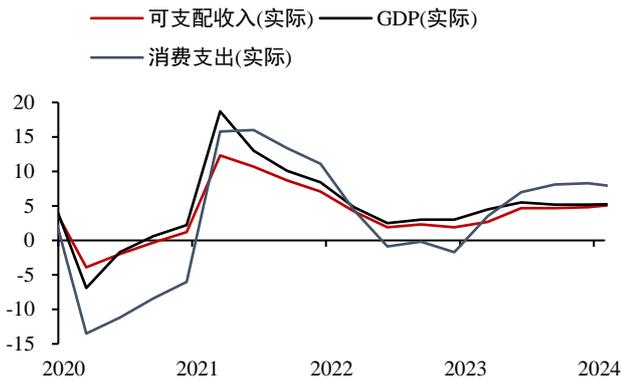
从经济层面，央行表述更为积极，从去年四季度“顶住外部压力、克服内部困难”状态下“转型升级成效显著”转为今年一季度的“经济运行中积极因素增多，动能持续增强，社会预期改善”、“呈现增长较快、结构优化、质效向好的特征”，因而宏观政策的重心在

¹ 一季度报告摘要参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5347944/index.html>；去年四季度摘要参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5238308/index.html>

于“巩固和增强”。

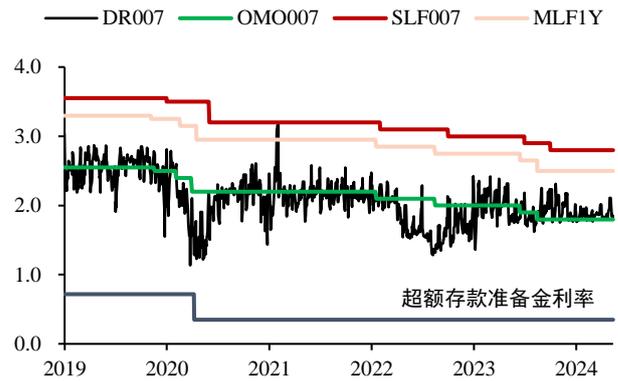
从货币政策层面，从去年四季度的“精准有力”，只在“适时”进行强化逆周期调节，转向了“灵活适度、精准有效”，强化逆周期调节取消了“适时”。

图 1：一季度宏观经济持续恢复 | 单位：% YoY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：一季度货币政策稳健 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

第二段：货币政策执行情况

一季度表述：

一是**保持流动性合理充裕**。年初降准 0.5 个百分点，释放中长期流动性超过 1 万亿元，并综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性合理充裕。注重引导金融机构加强信贷均衡投放，为经济提供稳定、可持续的金融支持。

二是促进融资成本稳中有降。下调支农支小再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，继续推动存款利率市场化，2 月引导 5 年期以上贷款市场报价利率（LPR）下行 0.25 个百分点。

三是引导信贷结构调整优化。**设立** 5000 亿元科技创新和技术改造再贷款，**放宽** 普惠小微贷款认定标准，**扩大** 碳减排支持工具支持对象范围，**做好** 金融“五篇大文章”。

四是保持汇率**基本**稳定。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥好汇率对宏观经济、国际收支的调节功能，强化预期引导，**防范** 汇率超调风险。

五是加强风险防范化解。**健全** 金融风险监测评估，稳妥处置重点区域和重点机构风险。有序推进金融支持融资平台债务风险化解。强化金融稳定保障体系建设。

去年四季度表述：

一是**加大货币信贷支持经济力度**。全年两次降准释放长期资金超 1 万亿元，中期借贷便利（MLF）超额续作 2.5 万亿元，灵活开展公开市场操作，保持流动性合理充裕。**多次召开金融机构座谈会**，引导信贷总量适度、节奏平稳，增强贷款增长的稳定性和可持续性。

二是降低融资成本**激发有效需求**。两次下调政策利率，带动贷款市场报价利率（LPR）等市场利率下行。**发挥存款利率市场化调整机制作用，稳定银行负债成本。调整优化住房信贷政策，引导商业银行有序降低存量首套房贷利率。**

三是优化资金供给**推动结构转型**。出台金融支持民企的指导性文件，落实支持科技型企 业融资行动方案；增加支农支小再贷款额度 2500 亿元，延续实施普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具，增加抵押补充贷款（PSL）额度 5000 亿元，**引导金融资源更多流向重大战略、重点领域和薄弱环节。**

四是稳定汇率兼顾内外均衡。深化汇率市场化改革，适时上调跨境融资宏观审慎调节参数、下调外汇存款准备金率，发挥外汇自律机制作用，强化预期引导，调节外汇市场供求，**保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。**

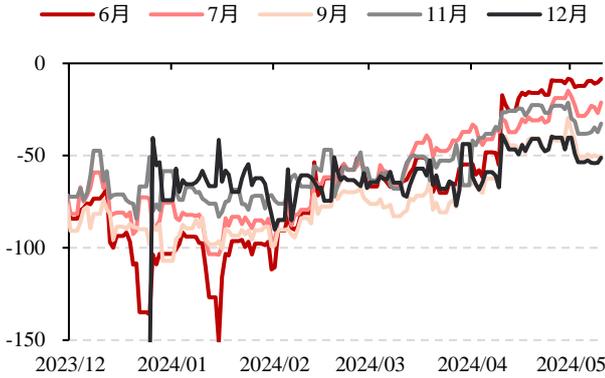
五是处置重点领域风险保障金融稳定。**加强**金融风险监测评估，稳妥处置重点区域和重点机构风险。有序推进金融支持融资平台债务风险化解。强化金融稳定保障体系建设。

华泰分析：

整体上一季度货币政策相比较去年四季度，删去了对货币政策操作目的表述，去年四季度更强调“支持经济力度”、“激发有效需求”、“推动结构转型”、“保障金融稳定”。背后透露出的可能是货币政策在今年更倾向于配合宏观政策的特点。

其次，对于汇率政策的表述，不再提“兼顾内外均衡”，转向了“防范汇率超调风险”，显示出随着 2024 年美联储货币政策可能的转变，外汇市场的风险也在不断上升。而对于风险防范，相比较 2023 年对金融风险监测评估的“加强”，2024 年转向对于现有评估体系的“健全”。

图 3：美联储降息预期持续修正 | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：市场波动率静默和中债扁平化 | 单位：BP



数据来源：iFind 华泰期货研究院

第三段：货币政策取得效果

一季度表述：

货币政策效果逐步显现。融资总量**稳定**增长，3 月末社会融资规模存量、广义货币（M2）同比分别增长 8.7%和 8.3%，一季度新增贷款 9.5 万亿元。信贷结构持续优化，3 月末普惠小微贷款和制造业中长期贷款同比分别增长 20.3%和 26.5%，民营经济贷款同比增长 10.7%，均超过全部贷款增速。融资成本稳中有降，3 月新发放企业贷款加权平均利率为 3.73%，较上年同期低 0.22 个百分点。人民币**对美元汇率小幅波动，对一篮子货币稳中有升**，3 月末中国外汇交易中心（CFETS）人民币汇率指数较上年末上涨 2.4%。

去年四季度表述：

总体看，2023 年货币政策坚持稳字当头、稳中求进，为**经济回升向好营造了良好的货币金融环境**。货币信贷保持**合理**增长，年末人民币贷款余额达 237.6 万亿元，广义货币（M2）、社会融资规模存量同比分别增长 9.7%和 9.5%；全年新增贷款 22.7 万亿元，同比多增 1.3 万亿元。信贷结构持续优化，年末普惠小微贷款和制造业中长期贷款余额同比分别增长 23.5%和 31.9%；民营企业贷款同比增长 12.6%，较上年末高 1.6 个百分点。社会融资成本稳中有降，12 月新发放企业贷款加权平均利率为 3.75%，较上年同期低 0.22 个百分点，持续创有统计以来新低；新发放个人住房贷款加权平均利率为 3.97%，较上年同期低 0.29 个百分点，超过 23 万亿元存量首套房贷款利率平均下调 0.73 个百分点，每年减少借款人利息支出约 1700 亿元。人民币汇率**双向浮动、预期收敛**，保持基本稳定，年末人民币对美元汇率收盘价为 7.0920，较本轮低点升值逾 3%。

华泰分析:

从表述上来，货币政策效果表述基本不变，边际上修改了 1) 货币信贷从“合理”增长转向融资总量的“稳定”增长；2) 人民币汇率从总体上的“双向浮动、预期收敛”转向分开表述的“对美元汇率小幅波动，对一篮子货币稳中有升”。

第四段：未来货币政策基调

一季度表述:

当前我国经济发展面临的战略机遇和**风险挑战**并存。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，国内经济持续回升向好**仍面临诸多挑战**。也要看到，我国**经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大**，开局良好、**回升向好**是当前经济运行的基本特征和趋势，要增强做好经济工作的信心。

下阶段，中国人民银行将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大精神、中央经济工作会议、中央金融工作会议和全国“两会”精神，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路，加快建设金融强国，建设现代中央银行制度，**着力**推动高质量发展。保持货币政策的稳健性，增强宏观政策取向一致性，强化逆周期和跨周期调节，**加大对实体经济支持力度，切实巩固和增强经济回升向好态势**。

去年四季度表述:

我国发展仍处于重要的战略机遇期，~~市场空间广阔、产业体系完备、物质技术基础雄厚、人才红利不断增强，经济发展具有良好支撑~~，但也要看到，当前全球经济复苏动能分化，发达经济体政策调整、地缘政治冲突等不确定性上升，国内进一步推动经济回升向好**需要克服一些困难挑战**。综合来看，我国发展面临的有利条件强于不利因素，经济**长期向好**的基本趋势没有改变，要增强信心和**底气**。

下阶段，中国人民银行将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，加快建设金融强国，**优化金融服务**，坚定不移走中国特色金融发展之路，推动金融高质量发展。建设现代中央银行制度，强化**宏观政策**逆周期和跨周期调节，**坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，始终保持**货币政策的稳健性，增强宏观政策取向一致性，**持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长**。

华泰分析:

对于未来经济形势的判断，相比较去年四季度，今年一季度增加了“风险挑战”的表述，从“需要克服一些困难挑战”转向了“和风险挑战并存”，主要是把海外的经济风险进行了前置，意味着经济工作进入到了“啃骨头”的阶段，货币政策对于防范外汇市场和外部冲击带来的压力提出了更多的要求。

从下阶段的央行工作表述上来看，1) 货币政策工作主要是在全面贯彻落实党的二十大、中央经济工作会议、中央金融工作会议和全国“两会”精神；2) 一季度前置了“坚定不移走中国特色金融发展之路”，删去了“优化金融服务”，删去了保持货币政策的稳健性的“始终”，需要关注后期货币政策进入到再次扩张的可能性。

第五段：未来货币政策实施

一季度表述:

稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放，保持流动性合理充裕，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。**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**，加强政策协调配合，保持物价在合理水平。持续深化利率市场化改革，发挥贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制作用，推动**企业融资和居民信贷成本**稳中有降。坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，为普惠金融、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节提供有效支持。**畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转**。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，**发挥市场在汇率形成中的决定性作用**，综合施策、稳定预期，**坚决对顺周期行为予以纠偏**，防止市场形成单边预期并自我强化，**坚决**防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。

去年四季度表述:

稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，**准确把握货币信贷供需规律和新特点**，引导信贷合理增长、均衡投放，保持流动性合理充裕，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。加强政策协调配合，**有效支持促消费、稳投资、扩内需**，保持物价在合理水平。持续深化利率市场化改革，**进一步完善贷款市场报价利率形成机制**，发挥存款利率市场化调整机制作用，促进**社会综合融资成本**稳中有降。**发挥好货币政策工具总量和结构双重功能**。**支持采取债务重组等方式盘活信贷存量，提升存量贷款使用效率**。坚持聚焦

重点、合理适度、有进有退，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、~~养老金融、数字金融~~五篇大文章，~~抓好金融支持民营经济25条举措落实，加大对保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造的金融支持力度~~。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，综合施策、稳定预期，防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。

华泰分析：

对于货币政策总量性，一季度货币政策报告更加突出强调了“价格”这一因素，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。可见 2024 年货币政策对于通货膨胀目标的强调进一步提前。

对于利率政策，在促进融资成本下降这一基调不变的情况下，着重强调了“避免资金沉淀空转”，这也是我们看到的 4 月份金融数据在治理“资金空转、手工补息”的过程中，单月的数据出现了负增长的状况。

对于结构政策，一季度货币政策报告对“五大文章”的有限次序进行了阶段性的重点化强调，即“普惠金融、科技创新、绿色发展”，淡化了对养老金融和数字金融的表述，且在一季度财政发力相对谨慎的背景下，删去了“金融支持民营经济”、“对三大工程支持”的相关表述。

对于汇率政策，在面临外部压力的情况下，央行用了两个坚决来表达对于维持外汇市场稳定的决心——坚决对顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险。

《货币政策执行报告》专栏分析

这部分我们对央行货币政策报告中的四篇专栏文章进行分析，试图寻找货币政策的关注点和未来的方向。

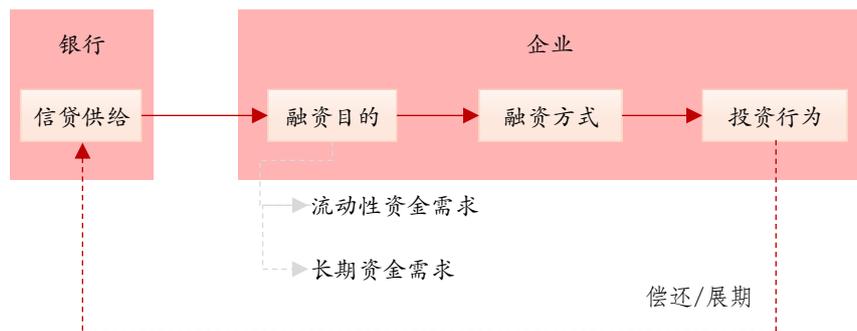
专栏 1 信贷增长与经济高质量发展的关系

央行在专栏一强调了信贷和经济增长之间的关系正在弱化，最直接的案例就是4月份单月的社融负增长，但伴随的是PMI、出口等宏观经济数据的改善状态²。

我们在报告《信贷的传导途径》中指出，中国信贷的历史是一部投资驱动的历史——大量的工业化活动决定了投资模式必然，而间接融资体系中投资背后的金融支持主要来源于信贷。而随着经济动能的有效切换，信贷支持政策将逐渐从投资端转向消费端，信贷的结构改变将成为必然。

央行指出，随着经济进入到高质量发展阶段，信贷需求较前些年会出现“换挡”，信贷结构也在优化升级，即使信贷增长比过去低一些，也足够支持经济保持平稳增长。需要摒弃对于信贷增长的“规模思维”，宏观上更需要关注的是创造事宜的融资环境，推动真正需要资金的高效企业获得更多融资，提高资金使用效率和金融支持质效。

图 5：信贷对企业行为的传导流程³



数据来源：华泰期货研究院

² 参见《中国金融系列一》

³ 参见《宏观看商品系列（二）——信贷的传导途径》

专栏 2 从存贷款结构分布看资金流向

央行在专栏二分析了“钱去哪，钱在哪”的问题。

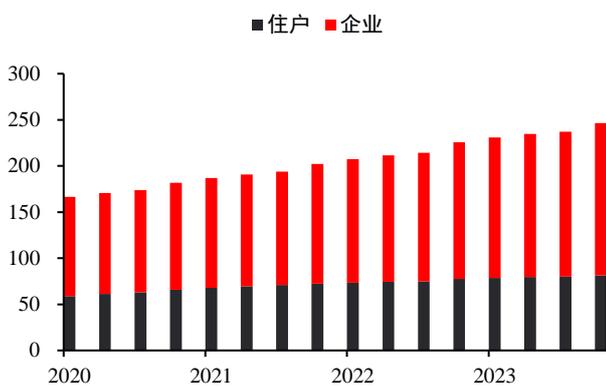
钱去哪：贷款主要投向了企业和实体经济的供给端。1) 从结构来看，企业仍是贷款的大头（占 66%）；2) 从期限来看，中长期贷款占比超过三分之二；3) 从行业来看，基建、房地产、制造业等重资产行业约占全部贷款的五成，而居民的非住房消费贷款占比不足 10%。

钱在哪：存款主要在居民部门。1) 从结构来看，居民存款占 49%；2) 从趋势来看，存款有定期化趋势，定活期上升至“七三开”；3) 从影响因素来看，各类资产的回报率是影响存款的重要因素。

从“钱去哪”的角度，当前企业仍是贷款的主体，反映了中国制造业立国的特征。随着经济结构的转变，消费和服务对于经济的驱动重要性逐渐提升，信贷结构也将发生进一步的改变。

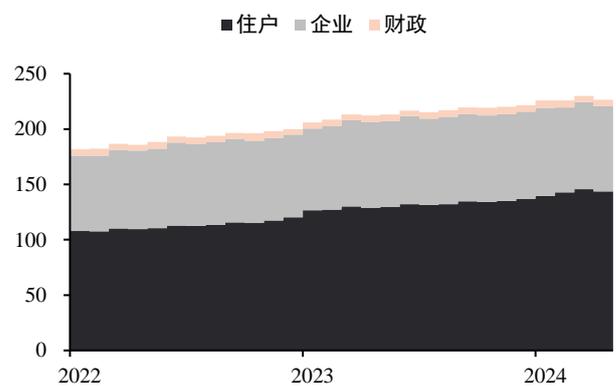
从“钱在哪”的角度，在战略机遇和风险挑战的年代，一季度长期国债利率的大幅回落反映了 2024 年的“资产荒”已经从过去的机构转向了全社会。需要从供给侧进一步进行改革，推动宏观供给方程的进一步改善和提升。

图 6：人民币贷款余额对比 | 单位：万亿



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 7：人民币存款余额对比 | 单位：万亿



数据来源：iFind 华泰期货研究院

专栏 3 持续提升外籍来华人员支付便利性

2023 年 12 月末，央行在国新办举行的《非银行支付机构监督管理条例》国务院政策吹风会上定下基调，为了解决境外人士来华支付不便的问题，央行会同有关部门建立了

专项工作机制，制定了“大额刷卡、小额扫码、现金兜底”的解决方案。

2024年3月7日，国务院办公厅印发《关于进一步优化支付服务提升支付服务便利性的意见》，明确提出要切实改善银行卡受理环境，推动移动支付、银行卡、现金等多种支付方式并行发展、相互补充。

华夏时报调查显示，对于外籍来华人员来说，由于境内外支付体系有所不同，现金支付难、部分商户不支持POS机刷卡等成为经常遇到的消费难题。

央行专栏三指出，通过建立横向贯通、条块结合、重点推进的立体化工作格局，多措并举优化支付服务。

专栏 4 如何看待当前长期国债收益率

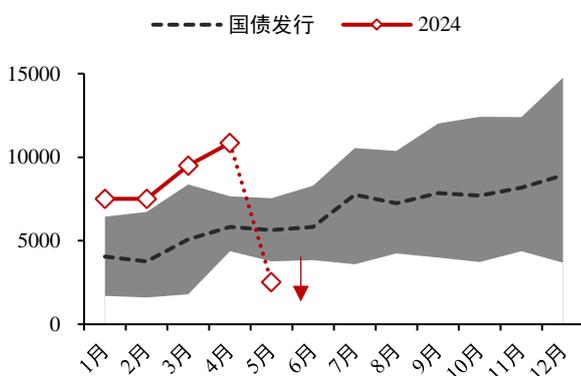
首先，央行给出了长期国债收益率背后反映的两个因素：1) 长期经济增长和通胀的预期；2) 安全资产。

从长期经济增长和通胀的预期角度来看，央行认为未来较长时期仍将保持合理增速，意味着长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内。

从安全资产的角度来看，安全资产的缺乏增加了长期国债收益率的回落压力。央行认为有两个因素导致长期国债收益率的回升——1) 货币政策逆周期调节力度较强，为债券市场平稳运行持续营造了良好的流动性环境；2) 今年积极财政政策的力度比较大，计划发行的政府债券规模也不小，发行节奏还会加快。

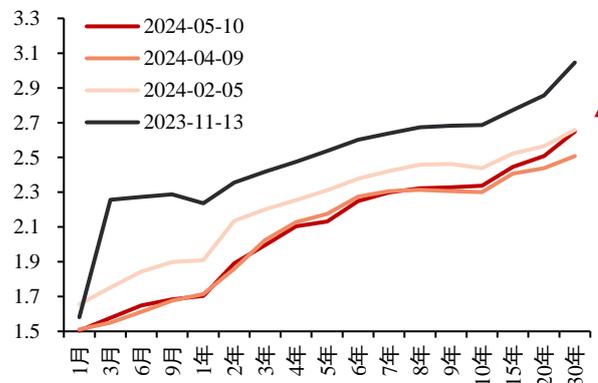
关注未来收益率回升的风险。

图 8：2024 年国债月度发行 | 单位：亿元



数据来源: iFind 华泰期货研究院

图 9：收益率曲线长端开始有所回升 | 单位：%



数据来源: iFind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com