



信贷合理增长，均衡投放

——《2024年一季度货币政策执行报告》四大要点

5月10日，央行发布《2024年一季度货币政策执行报告》（下称《报告》）。对此我们重点关注以下四个方面：

一、形势判断：开局良好、回升向好

《报告》认为“开局良好、回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势”，同时“我国经济发展也还存在一些挑战”，与4月30日政治局会议定调一致。从国际看，经济全球化面临考验，发达经济体高通胀粘性较强、降息时点后移，影响仍需关注。从国内看，有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅。从一季度经济数据看，外需动能小幅转弱，内需走向分化，指向需求拖累供给仍是当前经济中的主要矛盾。

通胀方面，《报告》明确指出“当前物价处于低位的根本原因在于实体经济需求不足、供求失衡，而不是货币供给不够”，预计“年内还将继续温和回升，PPI降幅也将收敛”，并强调“中长期看，我国处于经济转型和产业升级的关键期，供需条件有望持续改善，货币条件合理适度，居民预期稳定，物价保持基本稳定有坚实基础”。

二、政策立场：合理增长、均衡投放

《报告》要求“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”。相较去年四季度《报告》，表述内容基本一致，但次序调整，将“保持货币政策的稳健性，增强宏观政策取向一致性”置于段首，先于“强化逆周期和跨周期调节”，指向对金融总量增长的关注度边际淡化。



从广义流动性来看，《报告》仍要求“保持社融规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。

信贷方面，要“保持货币信贷供给与实体经济高质量发展的有效融资需求相适配，引导信贷合理增长、均衡投放”。总量上，专栏1专门阐述了信贷增长与经济高质量发展的关系。《报告》认为“随着我国经济转型升级和高质量发展，我国信贷增长与经济增长的关系趋于弱化”，“我国信贷总量已从过去两位数以上的较高增速放缓至个位数，但这并不意味着金融支持实体经济力度减弱”。主要原因在于三点。一是由于经济结构调整、转型升级在加快推进，信贷需求较前些年也会出现“换挡”。一方面，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；另一方面，经济中传统高度依赖信贷资金的重工业趋于饱和，轻资产服务业占比持续提升。二是当信贷存量规模比较大时，继续增加信贷投放的边际效果递减。三是需要发挥直接融资的良性替代效应。高科技、创新型企业迫切需要的是与其高风险、高收益、专业性强、知识和信息迭代快等特点相匹配的资金，主要是股权资金等直接融资。因此，要支持直接融资加快发展，包括股权和债券融资。结构上，继续“加大力度盘活存量金融资源”，坚持聚焦重点、合理适度、有进有退。

货币方面，考虑到贷款派生存款，在信贷总量增速下行的背景下，货币增速也将相应放缓。专栏2回应了社会各界关心的“钱去哪，钱在哪”的问题。从“钱去哪”的角度看，贷款主要用于支持企业扩大投资和生产、居民购房和消费，其中，实体经济供给端和投资领域融资相对较多。从“钱在哪”的角度看，存款主要在居民部门。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。《报告》认为，总量上，当前货币存量已经不少了，庞大的货币总量增长可能放缓，但资金沉淀现象有所缓解；结构上，需求端尤其是消费仍有较大增长潜力。



从狭义流动性来看，《报告》在要求“保持流动性合理充裕”的基础上，新增“畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转”。一季度，央行降准 0.5pct，释放长期流动性超过 1 万亿元；累计开展 MLF 操作 1.9 万亿，3 月末 MLF 余额 7.2 万亿，比年初增加 1,230 亿元；春节前，通过逆回购操作累计投放跨春节流动性 1.4 万亿。价格上，DR007 利率围绕公开市场操作利率平稳运行，均值为 1.87%，比上年同期低 16bp。3 月以来，针对信贷需求不足、国债收益率下探以及同业存单利率持续低于 MLF 利率的现象，央行缩量续作 OMO 和 MLF，以抑制资金沉淀空转。

三、利率政策：防范高息揽储、坚持风险定价

《报告》要求“深入推进利率市场化改革，畅通货币政策传导渠道”。存款端，新增“防范高息揽储行为”，贷款端，仍要求“督促金融机构坚持风险定价原则”，“维护市场竞争秩序”这一表述从贷款端移至存款端。一季度，银行业内部竞争非线性加剧，出现高息揽储现象。4 月初，市场利率定价自律机制下发《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》，明确要求银行不得通过事前承诺、到期手工补付息等方式，变相突破存款利率授权要求或自律上限。信贷总量要求弱化、利率自律管理加强，有利于优化银行业竞争格局，缓解净息差收窄趋势。

利率政策仍然致力于“推动社会综合融资成本稳中有降”。今年 3 月，贷款加权平均利率为 3.99%，同比下降 35bp。其中，一般贷款和企业贷款加权平均利率分别为 4.27% 和 3.73%，分别同比下降 26bp 和 22bp。

此外，针对一季度债券收益率快速下行，专栏 4 阐述了如何看待当前长期国债收益率的问题。一季度，10 年期和 30 年期国债收益率分别下探至 2.29% 和 2.46%，较年初分别下行 27bp 和 38bp。《报告》认为，长期国债收益率主要反映长期经济增长和通胀的预期，同时也受供给端“市场缺乏安全资产”以及需求端银行保险等机构配置需求集中释放等因素的扰动。前瞻地看，经济基



本面延续回升向好态势将为长期国债收益率回升提供支撑，随着政府债券发行节奏加快，债券市场供需关系边际改善，长期国债收益率走向有望与经济向好态势趋同。事实上，4月下旬以来，长期国债收益率已有所回升。10年期国债收益率上行至2.3%以上，30年期国债收益率上行至2.6%附近。

四、金融开放：稳慎扎实推进人民币国际化

《报告》要求“稳慎扎实推进人民币国际化”，将去年四季度报告的“有序推进”调整为“稳慎扎实推进”，与中央金融工作会议的表述保持一致。这要求人民币国际化应该更多由真实贸易结算需求来驱动，深化拓展平等开放合作的全球伙伴关系，更加注重提升国际化质量。专栏3要求持续提升外籍来华人员支付便利性。

(评论员：谭卓 张巧栩 牛梦琦 占祺)



图 1：信贷和货币总量增速将放缓



图 2：投向工业的贷款增速回落较快

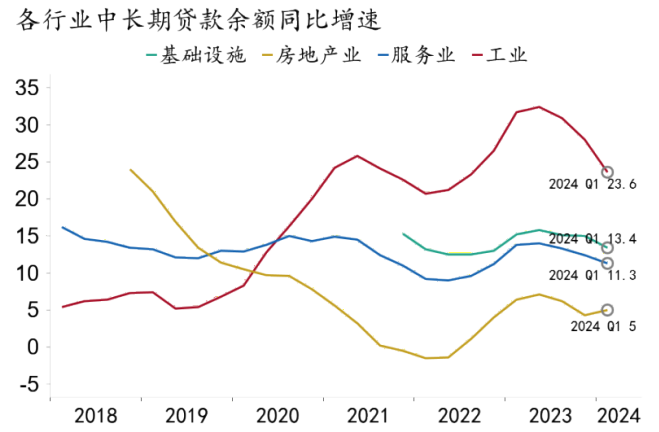


图 3：企业贷款和个人住房贷款利率小幅下行

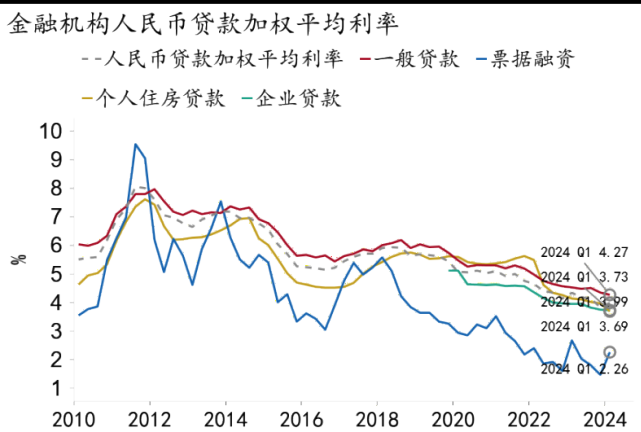


图 4：一季度债券收益率持续下探，4月有所回升

