



## 三个明确的政策信号

### ——货币政策委员会 2024 年第二季度例会解读

2024 年 6 月 28 日

#### 核心观点

- **6 月 28 日，中国人民银行货币政策委员会召开 2024 年第二季度例会。货币政策总基调延续，本次例会更强调加快推动已出台政策的落地生效。重点关注以下三点变化。**
- **变化 1：央行判断货币政策面临的外部环境出现改善，货币政策操作空间可能逐步释放。**进入二季度，全球部分经济体开启降息，货币政策出现转向。央行对外部环境的判断由“发达经济体利率保持高位”，转变为“主要经济体经济增长和货币政策有所分化”。这意味着央行已观察到外部环境出现积极变化，汇率对货币政策的制约可能出现变化。本次例会央行对汇率的篇幅有所缩减，但对于汇率的表态仍然坚持两个“坚决”，意味着央行判断汇率阶段性压力尚未解除，意在引导市场预期。
- **变化 2：强调推动新设立的结构性货币政策工具落地生效。**现阶段央行结构性货币政策工具的方向重点在科技和房地产。6 月央行召开保障性住房再贷款工作推进会上，部署保障性住房再贷款推进落地工作。后续新设工具的推进速度有可能超出市场预期。6 月中国人民银行行长在陆家嘴论坛主题演讲中，明确结构性货币政策工具定位是常规总量工具的补充。这意味着货币政策虽然是总量和结构的双重发力，但仍以总量为主。结构性政策工具的规模不会无限扩张，而是“聚焦重点、合理适度、有进有退”，已实现阶段性目标的工具会及时退出。这意味着央行短期更重落实，而非快速扩张。
- **变化 3：已落地的房地产金融支持政策推进速度将加快。**二季度央行已推出针对房地产供需两侧的支持政策，下一阶段则重在落实，“着力推动已出台金融政策措施落地见效”。值得关注的是本次例会强调“充分认识”房地产市场供求关系的新变化，“顺应人民群众对优质住房的新期待”。这意味着房地产政策的空间可能超出市场预期，“以旧换新”推动改善型住房需求的政策可能加码。
- **货币政策展望：“不一样”的降息、前瞻性的降准、PSL 可能重启。**展望下半年，货币政策基调仍将延续“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”。货币政策多目标之间存在冲突，现阶段金融稳定的权重上升，央行可能采取“不一样”的降息。中性假设美联储于 9 月开启首次降息，央行在此之前可能不会调降政策利率，单独调降 LPR，幅度在 10-20BP。美联储开启首次降息之后，可能会同时调降政策利率和 LPR。三季度有可能前瞻性降准 50BP。存款利率下调将在年内持续，存款向理财转移，资金从大行流向非银，大行流动性相对紧张。银行的负债结构将发生改变，存款向债券转移，商业银行需要提升超额存款准备金率以应对流动性风险。降准释放流动性，实现配合财政协同发力、节约银行成本和提高货币乘数推升 M2 三重目标。房地产支持政策方面，根据我们前期报告《以时间换空间，加快探索房地产新发展模式》中的测算，消化存量房产所需的资金支持可能大于 3.96 万亿元。现存的“保障性住房再贷款”可能带动 5000 亿的信贷规模与所需资金还有较大的缺口，我们预计“保障性住房再贷款”的规模未来有可能扩容，或者创设新的结构性货币政策工具可以资金支持。也有可能重启 PSL，如果重启，PSL 的利率可能会下调 25-30BP。

#### 分析师

詹璐

☎: 0755-8345-3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

章俊

☎: 010-8092-8096

✉: zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

张迪

✉: zhangdi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

#### 风险提示

1. 货币政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险

表1: 货币政策委员会例会主要内容对比分析

内容	货币政策委员会例会 (2024年6月28日)	货币政策委员会例会 (2024年3月29日)	边际变化
经济形势判断	当前外部环境更趋复杂严峻, 世界经济增长动能不强, 通胀出现高位回落趋势但仍具粘性, 主要经济体经济增长和货币政策有所分化。我国经济运行延续回升向好态势, 高质量发展扎实推进, 但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。	当前外部环境更趋复杂严峻, 世界经济增长动能不足, 通胀出现高位回落趋势但仍具粘性, 发达经济体利率保持高位。我国经济运行延续回升向好态势, 高质量发展扎实推进, 但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。	强调货币政策面临的外部环境出现变化。
货币政策总体基调	要稳中求进、以进促稳、先立后破, 不断巩固稳中向好的基础。精准有效实施稳健的货币政策, 更加注重做好逆周期调节, 更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能, 着力扩大内需、提振信心, 推动经济良性循环。	要稳中求进、以进促稳、先立后破, 不断巩固稳中向好的基础。精准有效实施稳健的货币政策, 更加注重做好逆周期调节, 更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能, 着力扩大内需、提振信心, 推动经济良性循环。	无明显变化
通胀	要加大已出台货币政策实施力度。保持流动性合理充裕, 引导信贷合理增长、均衡投放, 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。	要加大已出台货币政策实施力度。保持流动性合理充裕, 引导信贷合理增长、均衡投放, 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。	无明显变化
结构性货币政策工具	促进物价温和回升, 保持物价在合理水平。	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, 继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度, 推动加快发展新质生产力。有效落实好存续的各类结构性货币政策工具, 推动科技创新和技术改造再贷款、保障性住房再贷款等新设立工具落地生效。加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。综合施策支持区域协调发展。	强调推动新设工具落地生效
金融稳定	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, 继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度, 推动加快发展新质生产力。适当增加支农支小再贷款再贴现额度, 用足用好碳减排支持工具, 设立科技创新和技术改造再贷款。加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。综合施策支持区域协调发展。	要深化金融供给侧结构性改革, 构建金融有效支持实体经济的体制机制。引导大银行发挥金融服务实体经济主力军作用, 推动中小银行聚焦主责主业, 支持银行补充资本, 共同维护金融市场的稳定发展。	无明显变化
利率	完善市场化利率形成和传导机制, 充实货币政策工具箱, 发挥央行政策利率引导作用, 释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能, 推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。同时, 在经济回升过程中, 也要关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制, 提高资金使用效率。	完善市场化利率形成和传导机制, 充实货币政策工具箱, 发挥央行政策利率引导作用, 释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能, 推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。同时, 在经济回升过程中, 也要关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制, 提高资金使用效率。	无明显变化
汇率	保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定, 综合施策、校正背离、稳定预期, 坚决对顺周期行为予以纠偏, 防止形成单边一致性预期并自我强化, 坚决防范汇率超调风险。	深化汇率市场化改革, 引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念, 综合施策、校正背离、稳定预期, 坚决对顺周期行为予以纠偏, 坚决防范汇率超调风险, 防止形成单边一致性预期并自我强化。	

		我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	
实体经济	落实好加大力度支持科技型企业融资行动方案，引导金融机构增加有市场需求的制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系。坚持“两个毫不动摇”，持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。	落实好加大力度支持科技型企业融资行动方案，引导金融机构增加有市场需求的制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系。坚持“两个毫不动摇”，持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。	无明显变化
房地产	充分认识房地产市场供求关系的新变化、顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台金融政策措施落地见效，促进房地产市场平稳健康发展。加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度， <b>推动加快构建</b> 房地产发展新模式。	<b>因城施策精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，着力构建</b> 房地产发展新模式。	对房地产的支持政策将更为积极，重在推动对已出台政策的落地生效，推进行业有望加快。
平台企业	落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。	落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。	无明显变化
金融开放	切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。	切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。	无明显变化

资料来源：中国人民银行、中国银河证券研究院

## 风险提示

---

1. 政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊，首席经济学家。张迪，宏观经济分析师。詹璐，宏观经济分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间	
	中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn