

加大政策实施力度，人民币波动或加大

——中国货币政策系列二

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

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。会议指出，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。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。

核心观点

■ 不变：政策继续“稳健”

货币政策：维持“稳字当头、稳中求进”。

经济金融形势：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。

政策要求：2023年三季度至今维持对于“加大已出台货币政策实施力度”。

政策改革：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。

■ 变化：关注外汇市场压力

外汇市场：删去“发挥了宏观经济稳定器功能”，删去“深化汇率市场化改革”。

经济金融形势：从“利率保持高位”转向“经济增长和货币政策分化”。

政策改革：结构性工具从“支农支小和碳减排”转向“科技创新和技术改造和保障性住房”；房地产工具从具体的“差异化住房信贷政策”和“企业合理融资”转向对“已出台金融政策措施落地见效”的强调。

■ 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
《货币政策委员会例会》对比分析.....	3
第一段：货币政策	3
第二段：形势分析	4
第三段：政策要求	6
第四段：政策改革	7
第五段：政策指导	10

图表

图 1：二季度人民币离岸在岸价差扩大 单位：BP	4
图 2：二季度货币政策稳健 单位：%.....	4
图 3：货币政策差和美元指数 单位：加息次数	5
图 4：通胀超预期指数有见底预期 单位：指数点	5
图 5：外汇风险准备金率 单位：%.....	7
图 6：外汇储备同比变动 单位：%YOY	7
图 7：地产上游投资增速 单位：%YOY	9
图 8：地产投资结构的增速 单位：%YOY	9
图 9：房地产销售和存量面积 单位：亿平米	9
图 10：地产景气指数回落至低点 单位：指数点	9

《货币政策委员会例会》¹对比分析

我们对央行二季度和一季度货币政策委员会例会进行了对比分析，其中，**蓝色字体**为二季度报告新增部分，**红色删除线**为对一季度报告删除部分。

第一段：货币政策

二季度表述：

会议分析了国内外经济金融形势。会议认为，今年以来宏观政策坚持稳字当头、稳中求进，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，综合运用利率、准备金、再贷款等工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险，为经济回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革成效显著，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本继续下降。外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动、预期趋稳，在合理均衡水平上保持基本稳定。

一季度表述：

会议分析了国内外经济金融形势。会议认为，今年以来宏观政策坚持稳字当头、稳中求进，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，综合运用利率、准备金、再贷款等工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险，为经济回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革成效显著，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本继续下降。外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动、预期趋稳，在合理均衡水平上保持基本稳定，~~发挥了宏观经济稳定器功能~~。

华泰分析：

在货币政策分析段，一、二季度的表述基本相同，即维持“稳字当头、稳中求进”。

二季度相比较一季度删去了“发挥了宏观经济稳定器功能”的表述，显示出二季度随着市场对于美联储货币政策预期的转变，主要国家和经济体之间经济和货币政策开始分化推动美元指数进一步走强，人民币面临的压力相比较一季度更为突出，央行政策在对

¹ 二季度报告摘要参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5386241/index.html>；一季度摘要参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5321356/index.html>

外均衡（汇率）和对内均衡（利率）之间选择了前者。

图 1：二季度人民币离岸在岸价差扩大 | 单位：BP

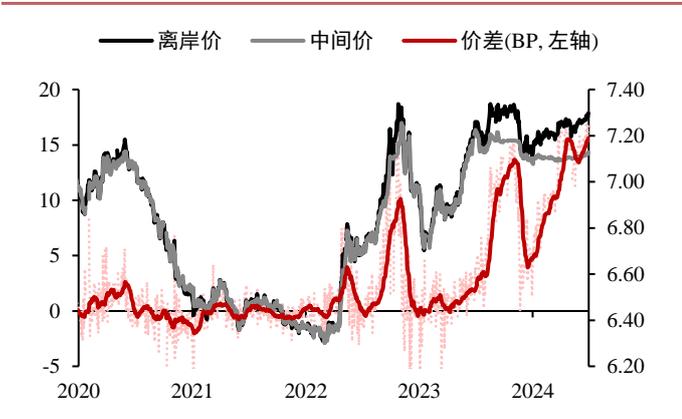
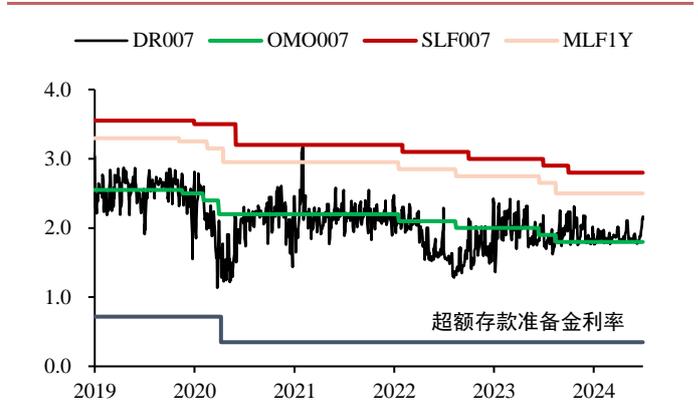


图 2：二季度货币政策稳健 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

数据来源：Wind 华泰期货研究院

第二段：形势分析

二季度表述：

会议指出，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。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。

一季度表述：

会议指出，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。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。

华泰分析:

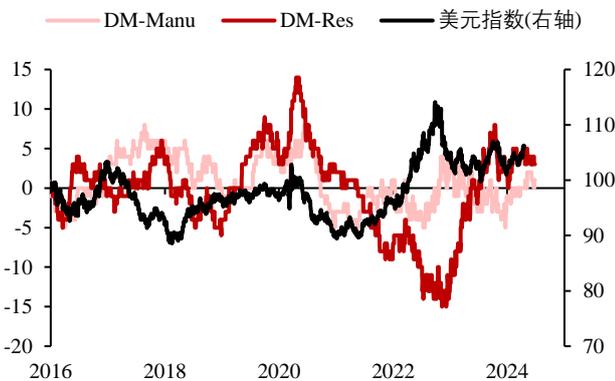
在形势分析段，二季度相比较一季度的表述基本维持不变（尤其是国内）。

主要是在对于外部经济和金融形势的表达上出现了调整。1) 对于世界经济增长动能，从一季度的“不足”转向“不强”，尽管经济动能依然不够，但是程度上二季度相比较二季度略好，体现在二季度的出口数据上相比较一季度进一步改善。2) 对于全球利率状态，从一季度的“发达经济体利率保持高位”转向了“主要经济体经济增长和货币政策有所分化”，告诉我们全球已经从一季度的保持高利率不变，转向了越来越多的经济体进入到降息的状态，从瑞士央行的两次降息，到主要经济体央行——瑞典央行、加拿大央行和欧洲央行陆续开启降息的大门，但是美联储依然维持利率政策不变，尤其显示出美联储和其他经济体之间的政策分化已经拉开。

从乐观的角度来说，全球可能进入到了“降息周期”，继而在市场风险没有来临的背景下将推动风险资产的进一步上涨。

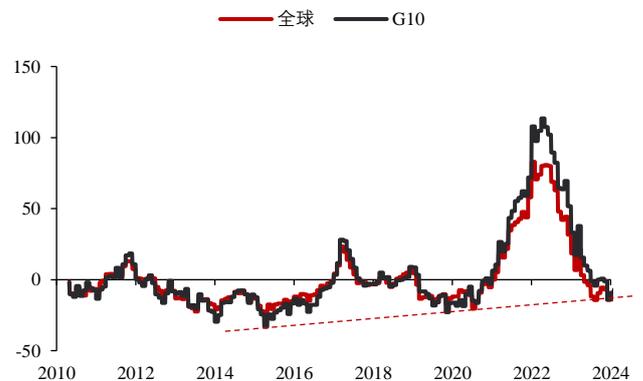
从悲观的角度来说，货币政策的分化，尤其是主导货币和其它货币之间的货币政策分化形成的利差分化，将进一步拉大主要货币对美元的利差，被动拉升美元指数走强；而美元指数的走强，或将继续收紧全球美元流动性供给，降低经济增长预期。事实上，5月的通胀数据已经显示，对于非美央行而言，下半年除了“降息-经济增长”问题之外，“加息-通胀”问题或将对于央行货币政策形成二次干扰——1) 加拿大5月CPI同比增长2.9%，环比增长0.6%；2) 澳大利亚5月CPI同比增长4%，创六个月最高增速。

图 3：货币政策差和美元指数 | 单位：加息次数



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：通胀超预期指数有见底预期 | 单位：指数点



数据来源: iFind 华泰期货研究院

第三段：政策要求

二季度表述：

会议认为，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。促进物价温和回升，保持物价在合理水平。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。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。

一季度表述：

会议认为，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。促进物价温和回升，保持物价在合理水平。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。**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**，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

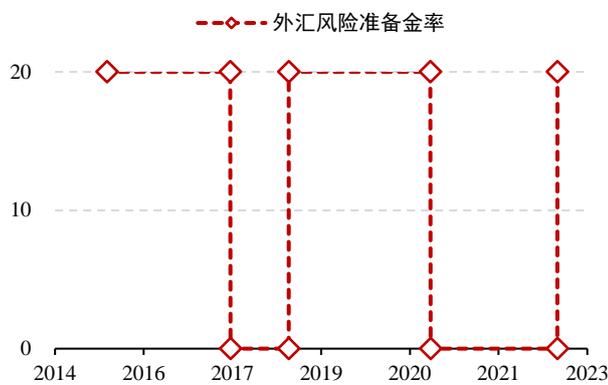
华泰分析：

在政策要求段，央行对于“加大已出台货币政策实施力度”继续保持不变，事实上，从货币政策例会的角度，这一表述自 2023 年三季度起就没有变化，体现出货币政策的稳健性。

二季度相比较一季度，变化在两个地方：1) 其一，删去了“**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**”的表述。事实上，自 2024 年以后随着金融经济环境的大幅变化，我国汇率市场化改革进入到新阶段。2015 年“811 汇改”着重于中间价定价机制的改革，将中间价在一周内调整 4.6%，使之与收盘价并轨。2016 年 2 月、2017 年 2 月和 2017 年 5 月又先后启动三次改革，最终确定了“前日收盘价+前日篮子货币变动+逆周期因子”的中间价定价机制，并沿用至今。6 月底国家外汇管理局外汇研究

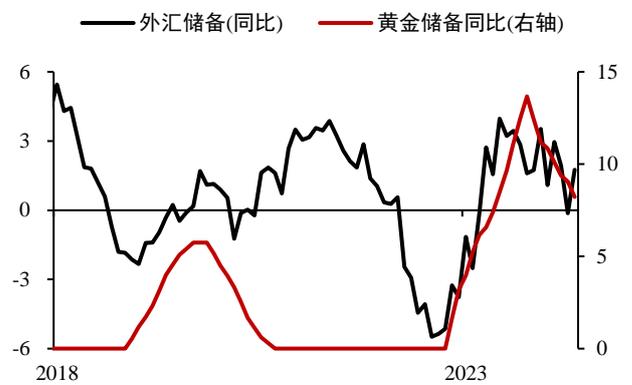
中心党支部在《深化外汇领域改革开放 提升服务实体经济质效》中对改革的表述为“稳步推进外汇领域高水平开放”。2) 其二，调整了外汇政策表述的顺序，前置了“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，体现出二季度以来外汇市场波动压力进一步增加，外汇风险管理的需求上升；同时，置换了“坚决防范汇率超调风险”和“防止形成单边一致性预期并自我强化”的顺序，相比较汇率超调，央行对市场形成单边一致性预期的管理将更为看重，尤其是在美元指数开启被动走强的压力下，人民币贬值预期的管理显得更为紧迫。

图 5：外汇风险准备金率 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 6：外汇储备同比变动 | 单位：%YOY



数据来源：iFind 华泰期货研究院

第四段：政策改革

二季度表述：

会议指出，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。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。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。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，推动加快构建房地产发展新模式。落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。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。

一季度表述：

会议指出，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。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。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。~~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，着力构建房地产发展新模式。落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。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。

华泰分析：

对于政策改革，不变的是央行对于金融供给侧结构性改革的方向，目标依然是构建金融有效支持实体经济的体制机制。

二季度相比较一季度，央行转变了对于结构性政策和房地产政策的表述。

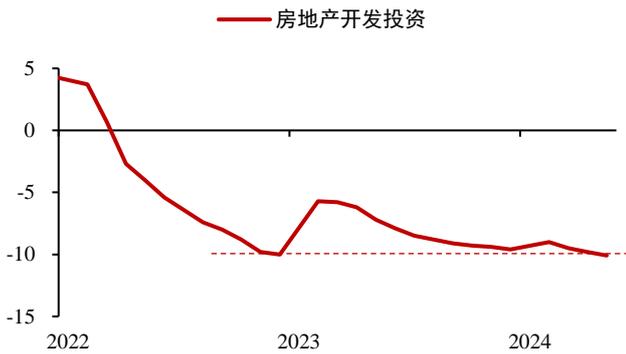
对于结构性货币政策，央行一季度的重心是“支农支小”和“碳减排”，以及设立了“~~科技创新和技术改造~~”再贷款工具；二季度时，除了对于存续的结构性工具继续有效落实好之外，央行的重心在于新设的两个再贷款工具“~~科技创新和技术改造~~”和“保障性住房”的落地生效，体现出了金融服务于实体经济的特征，前者对应了新质生产力，而后者对应了风险底线。

对于房地产金融政策，央行从一季度时候具体的“~~差别化住房信贷政策~~”和“~~企业合理融资~~”的金融需求之后，二季度强调了“已出台金融政策措施落地见效”，显示出房地产“517”政策“应出尽出”的政策底特征，事实上，截止到6月，房地产消费市场中四大一线

城市均已显著放松了消费政策——

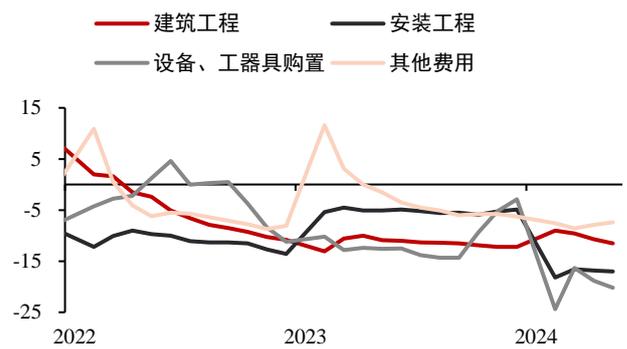
- 1) 5月27日上海出台“沪九条”，首套住房最低首付款比例不低于20%，二套房最低首付款比例调整为不低于35%。
- 2) 5月28日深圳首套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的30%调整为20%，二套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的40%调整为30%。
- 3) 5月28日广州对商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，取消利率下限；对于贷款购买第二套商品住房的居民家庭，商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%，取消利率下限。
- 4) 6月26日北京调整首套房最低首付比例降至20%；5年期以上首套房贷利率下限降至3.5%；公积金贷款最低首付比例降至20%；多孩家庭购买第二套房按首套认定。

图7：地产上游投资增速 | 单位：%YOY



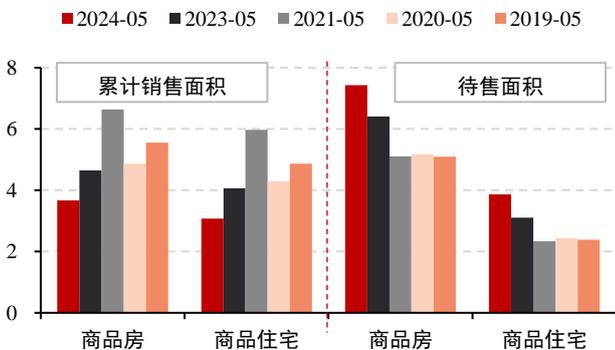
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图8：地产投资结构的增速 | 单位：%YOY



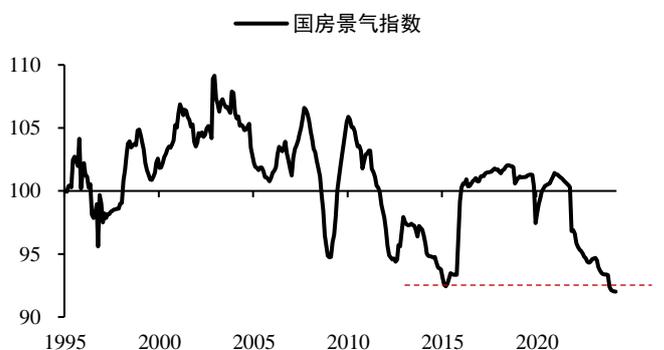
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图9：房地产销售和存量面积 | 单位：亿平米



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图10：地产景气指数回落至低点 | 单位：指数点



数据来源：iFind 华泰期货研究院

第五段：政策指导

二季度表述：

会议强调，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，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，按照党中央、国务院的决策部署，坚持稳中求进工作总基调，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，进一步加强部门间政策协调配合，强化政策统筹，充分发挥货币信贷政策效能，兼顾好内部均衡和外部均衡。切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

一季度表述：

会议强调，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，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，按照党中央、国务院的决策部署，坚持稳中求进工作总基调，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，进一步加强部门间政策协调配合，强化政策统筹，充分发挥货币信贷政策效能，兼顾好内部均衡和外部均衡。切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，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：

货币政策指导思想没有变化，强调供给侧和需求侧政策的结合，强调部门间政策的协调。

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