

2024 年二季度货币政策委员会例会公报要点解读

王青 李晓峰 冯琳

事件：中国人民银行货币政策委员会 2024 年第二季度例会于 6 月 25 日在北京召开，6 月 28 日发布例会公报。对本次例会公报要点解读如下：

本次例会对经济形势的判断与一季度例会相同，都是在指出“经济运行延续回升向好态势，高质量发展扎实推进”的同时，强调“但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战”。首先，二季度以来宏观经济整体上延续回升向好势头，背后是前期稳增长政策效应持续显现，外需韧性较强，同时体现新质生产力发展的高技术制造业生产和投资都保持较快增长势头。不过，以房地产投资下滑、居民消费偏弱为代表，二季度宏观经济“供强需弱”特征仍较为明显，并突出体现在物价水平整体偏低等方面。背后是在楼市持续低迷、疫情疤痕效应等影响下，当前市场预期依然偏弱。值得注意的是，主要受需求走弱拖累，5 月官方制造业 PMI 指数再度降至收缩区间，显示在房地产行业持续调整背景下，当前经济回升向好基础尚不稳固。

货币政策取向方面，本次例会的提法与上季度完全相同，继续强调“更加注重做好逆周期调节”，“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”，“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”。这意味着接下来货币政策将在稳增长方向持续用力，而在经历 2 月以来的政策观察期后，三季度降息降准窗口有望再度开启。

降准方面，近期银行体系资金面处于充裕状态，主要原因是 1-5 月新增信贷同比少增约 1.5 万亿，再加上年初以来政府债券发行节奏偏缓。但伴随“贷款均衡投放”效应反转，金融“挤水分”影响减弱，下半年信贷有望恢复同比多增，三季度政府债券发行节奏也将明显加快。这样来看，三季度有可能再实施一次降准。这也能激励银行等金融机构通过债务置换等方式积极参与地方债务风险化解。

政策利率方面，在房地产行业持续调整、经济仍然面临一定下行压力的背景下，现在的关键是要解决物价低迷、实际利率偏高问题，避免形成低物价、低收入、低消费循环，引导房地产行业尽快实现软着陆。考虑到下半年物价回升幅度会比较有限，降息的作用不可替代，而且降息的迫切性高于降准。

值得注意的是，近期央行表示“未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，目前看，7 天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能。其他期限货币政策工具的利

率可淡化政策利率的色彩”。这意味着若 MLF 政策利率色彩淡化，也不排除三季度 MLF 操作利率不动，央行在下调 7 天期逆回购操作利率的同时，直接较大幅度引导 LPR 报价下调的可能。近期银行同业存单利率显著下行，存款利率也在下调，银行资金成本已有所下降。更重要的是，央行已明确提出要“持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），针对部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率的问题，着重提高 LPR 报价质量，更真实反映贷款市场利率水平。”当前 LPR 报价下调的主要障碍是银行净息差已降至历史低位，且已明显低于“警戒水平”。出于维护银行经营稳健性的考虑，下半年监管层或将进一步发挥存款利率市场化调整机制的作用，引导存款利率较大幅度下调。

房地产政策方面，本次会议强调“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”。主要是指 5 月 17 日房地产新政密集发布后，接下来的重点是有效落实。高频数据显示，6 月楼市尚未出现明显改善，或与政策效应释放需要时间有关，也不排除以下调居民房贷利率为核心，后期房地产支持政策继续加码的可能。我们判断，下半年房地产政策仍将延续渐进优化模式。

人民币汇率方面，会议重申“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”。近期人民币对美元汇价波动下行，主要原因是伴随美联储推迟降息预期升温，以及美国经济基本面持续强于欧洲和日本，6 月以来美元指数走高，由此导致人民币对美元被动贬值。事实上，这也是近期主要非美货币的一般走势，人民币贬值幅度相对比较小。我们认为，近期无论从中美利差还是经济基本面变化来看，国内因素对人民币汇率的影响都不大。

考虑到当前人民币对美元基本保持反向波动的偏强运行状态，加之美元大幅冲高的可能性较小，我们判断短期内除继续通过中间价发挥调控作用外，境内出台其它稳汇市措施的可能性不大。我们也认为，下一步决定人民币内在动能的关键在于国内房地产行业何时企稳回暖——这也是决定国内经济基本面走向的首要因素，而中美利差变化等影响都相对有限。这也意味着汇率因素对未来央行政策利率操作的掣肘不必高估。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。