华福证券

银行

2024Q2 货币政策执行报告：逆周期调节力度加大

强于大市（维持评级）

投资要点：

事件：8 月 9 日，人民银行发布 2024 年第二季度货币政策执行报告。

➢ **货币政策加强逆周期调节。**货币政策基调更加积极，强调“加强逆周期调节”，提出“稳健的货币政策要注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系”。二十届三中全会和 7 月末政治局会议均强调坚定不移实现全年经济社会发展目标，政策端稳增长态度坚决。此次央行强调逆周期调节，年内货币政策有望继续发力。

➢ **增强政策利率权威性。**近期央行采取多种方式向市场传递更加明确的利率调控目标信号，包括：1)调整公开市场操作招标方式；2)增加午后临时正、逆回购操作；3)完善贷款市场报价利率（LPR）。预计后续政策利率向市场利率的传导机制将按照 7 天逆回购利率-LPR-存贷款利率的路径进行传导，利率走廊有望收窄。

➢ **多次提示利率风险。**一是在下一阶段货币政策主要思路中提出“加强市场预期引导，关注经济回升过程中，长期债券收益率的变化”、“对金融机构持有债券资产的风险敞口开展压力测试，防范利率风险。”；二是在专栏中指出“部分资管产品尤其是债券型理财产品的年化收益率明显高于底层资产，主要是通过加杠杆实现的，实际上存在较大的利率风险”。展望后续，监管或将继续通过买卖国债操作、窗口指导、监管干预等方式防范利率风险。

➢ **6 月贷款加权平均利率处于历史低位。**6 月新发放贷款加权平均利率为 3.68%，较 3 月下降 31bp。其中，一般贷款、个人住房贷款、票据融资加权平均利率分别为 4.13%、3.45%、1.60%，较 3 月分别下降 14bp、24bp、66bp。具体来看，一般对公贷款、普惠小微贷款利率分别为 3.63%、4.40%，较 3 月分别下降 10bp、提升 4bp。往后看，随着 7 月 LPR 的调降，我们预计三季度新发放贷款利率仍将呈现下行趋势。但考虑到存量贷款的重定价影响大部分会在明年体现，年内银行整体贷款收益率下行幅度有望趋缓。

➢ **监管对于信贷投放的态度较之前更为积极，提出“深入挖掘有效信贷需求，加快推动储备项目转化”。**今年二季度信贷需求整体偏弱，其原因一是今年专项债发行节奏较晚，带来基建项目的配套融资需求滞后；二是在禁止手工补息后，企业部分高息活期存款转而归还贷款。随着手工补息带来的影响已逐步消化，政府债发行提速，超长期特别国债、中央预算内投资、地方政府专项债券以及 2023 年增发国债等项目建设加快推进，项目配套融资需求有望得到提振。在监管鼓励挖掘有效信贷需求、加快储备项目转化的导向下，银行信贷投放有望边际向好。

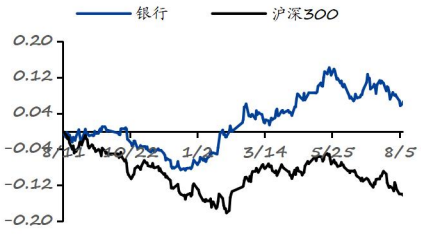
➢ **今年以来银行板块的行情有三方面的驱动因素。**一是股息率选股逻辑在板块内的扩散，高股息策略从国有行扩散到中小行。二是地产政策的放松。三是市场对于银行净息差下行斜率放缓以及基本面即将见底的期待。展望未来，银行板块要更多检验前期政策的效果以及未来基本面的走势。

➢ **投资标的方面，**一是重点推荐**浦发银行**。浦发银行正处在困境反转阶段，当前公司存量不良接近出清，不良生成率持续下行，信用成本边际改善，利润弹性有望释放。并且，公司自去年四季度起加大信贷投放力度，信贷资产投放动能的增强有望带动营收增速向上。二是建议关注高股息率的绩优区域性银行**江苏银行**。

➢ **风险提示**

政策效果不及预期；信贷需求不及预期；市场风格切换。

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师： **张宇(S0210524050005)**
zy30521@hfzq.com.cn
分析师： **郭其伟(S0210523080001)**
gqw30259@hfzq.com.cn
联系人： **付思雨(S0210123090004)**
fsy30287@hfzq.com.cn

相关报告

1、20240808 日报：交易商协会查处部分中小金融机构国债交易违规行为——2024.08.08
2、20240807 日报：农商行长债持仓情况屡受关注——2024.08.08
3、20240806 日报：国企收储去库存提速——2024.08.07

华福证券

正文目录

1 货币政策加强逆周期调节 3
2 增强政策利率权威性，利率调控目标信号更加明确 3
3 重点提示利率风险 3
4 新发放贷款利率下行幅度显著收窄 4
5 强调“深度挖掘有效信贷需求” 4
6 投资建议 5
7 风险提示 5

图表目录

图表 1： 6 月新发放贷款加权平均利率处于历史低位，但降幅收窄 4
图表 2： 2024 年二季度和一季度货币政策执行报告比较 6

华福证券

事件：8 月 9 日，人民银行发布 2024 年第二季度货币政策执行报告。

1 货币政策加强逆周期调节

2024Q2 货币政策执行报告中，货币政策延续一季度“灵活适度、精准有效”的表述，但政策基调更加积极。相对一季度报告的“强化逆周期和跨周期调节”，此次央行将表述修改为“加强逆周期调节”，提出“稳健的货币政策要注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系”、“为完成全年经济社会发展目标任务营造良好的货币金融环境”。

二十届三中全会和 7 月末政治局会议均强调坚定不移实现全年经济社会发展目标，政策端稳增长态度坚决。7 月央行调降 7 天逆回购利率和 LPR，通过货币政策呵护经济回升。此次央行强调逆周期调节，年内货币政策有望继续发力。

2 增强政策利率权威性，利率调控目标信号更加明确

二季度货币政策执行报告在利率方面着墨较多，报告中提出“健全市场化利率形成、调控和传导机制，逐步理顺由短及长的传导关系。”并且在专栏 1 中介绍了我国存贷款利率形成机制的历史沿革，在专栏 2 强调健全市场化利率形成、调控和传导机制，增强政策利率的权威性。

近期央行采取多种方式向市场传递更加明确的利率调控目标信号，包括：1)调整公开市场操作招标方式，强化公开市场 7 天期回购操作利率的主要政策利率属性。2)增加午后临时正、逆回购操作，引导市场利率更好围绕政策利率中枢平稳运行。3)完善贷款市场报价利率（LPR），理顺由短及长的利率传导关系。预计后续政策利率向市场利率的传导机制将按照 7 天逆回购利率-LPR-存贷款利率的路径进行传导，监管通过 7 天逆回购利率可以向市场传递明确的政策信号，利率走廊有望收窄。

3 重点提示利率风险

近期监管对于长债风险颇为关注，一季度人民银行曾在货政报告专栏 4《如何看待当前长期国债收益率》中提到“防范投资行为过于短期化可能带来的损失”。

本次央行进一步强调关注利率风险。一是在下一阶段货币政策主要思路中提出“加强市场预期引导，关注经济回升过程中，长期债券收益率的变化”、“对金融机构持有债券资产的风险敞口开展压力测试，防范利率风险。”；二是在专栏 4《资管产品净值机制对公众投资者的影响》中指出“部分资管产品尤其是债券型理财产品的年化收益率明显高于底层资产，主要是通过加杠杆实现的，实际上存在较大的利率风险”。

央行在本次货政报告的回顾部分提到，“6 月下旬，10 年期国债收益率逼近 2.2%

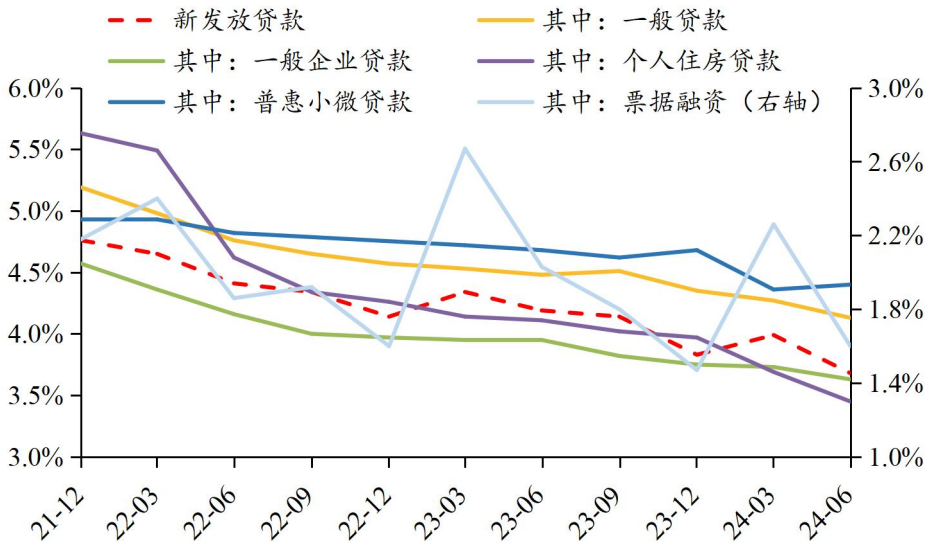
华福证券

关口，创 20 年来新低，已明显偏离合理中枢水平，不断累积金融风险。7 月 1 日，人民银行发布公告宣布开展国债借入操作，必要时将择机在公开市场卖出，平衡债市供求，校正和阻断金融市场风险的累积”。展望后续，监管或将继续通过买卖国债操作、窗口指导、监管干预等方式防范利率风险。

4 新发放贷款利率下行幅度显著收窄

6 月贷款加权平均利率处于历史低位。6 月新发放贷款加权平均利率为 3.68%，较 3 月下降 31bp。其中，一般贷款、个人住房贷款、票据融资加权平均利率分别为 4.13%、3.45%、1.60%，较 3 月分别下降 14bp、24bp、66bp。具体来看，一般对公贷款、普惠小微贷款利率分别为 3.63%、4.40%，较 3 月分别下降 10bp、提升 4bp。往后看，随着 7 月 LPR 的调降，我们预计三季度新发放贷款利率仍将呈现下行趋势。但是，考虑到存量贷款的重定价影响大部分会在明年体现，年内银行整体贷款收益率下行幅度有望趋缓。

图表 1：6 月新发放贷款加权平均利率处于历史低位，但降幅收窄



来源：iFind，华福证券研究所

5 强调“深度挖掘有效信贷需求”

本次货政报告中，监管对于信贷投放的态度较之前更为积极，更强调提振信贷需求。相较于一季度货政报告中“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”的表述，本次提出“深入挖掘有效信贷需求，加快推动储备项目转化”。

今年二季度信贷需求整体偏弱，其原因一方面是今年专项债发行节奏较晚，可能带来基建项目的配套融资需求滞后；另一方面是在禁止手工补息政策出台后，企业部分高息活期存款转而归还贷款。展望下半年，手工补息带来的影响已逐步消化，

华福证券

政府债发行提速，超长期特别国债、中央预算内投资、地方政府专项债券以及2023年增发国债等项目建设都在加快推进、加快形成实物工作量，项目配套融资需求有望得到提振。在监管鼓励挖掘有效信贷需求、加快储备项目转化的导向下，银行信贷投放有望边际向好。

6 投资建议

今年以来银行板块的行情有三方面的驱动因素。一是股息率选股逻辑在板块内的扩散，高股息策略从国有行扩散到中小行。二是地产政策的放松。三是市场对于银行净息差下行斜率放缓以及基本面即将见底的期待。展望未来，银行板块要更多检验前期政策的效果以及未来基本面的走势。

投资标的方面，一是重点推荐**浦发银行**。浦发银行正处在困境反转阶段，当前公司存量不良接近出清，不良生成率持续下行，信用成本边际改善，利润弹性有望释放。并且，公司自去年四季度起加大信贷投放力度，信贷资产投放动能的增强有望带动营收增速向上。二是建议关注高股息率的绩优区域性银行**江苏银行**。

7 风险提示

政策效果不及预期：政策的持续时间可能低于预期、政策调整速度可能较快，需持续观察政策演变进程。

信贷需求不及预期：基建项目落地偏慢，配套融资需求不足，有效信贷需求低于预期。

市场风格切换：基本面、政策、投资者风险偏好等发生变化带来市场风格的切换。

图表 2：2024 年二季度和一季度货币政策执行报告比较

	2024Q2	2024Q1
经济形势	经济稳定运行仍面临一些挑战。外部环境复杂性、严峻性、不确定性仍然较大，带来的不利影响增多，全球经济增长动能偏弱，局部冲突和动荡频发，全球性问题加剧。国内有效需求不足，经济运行出现分化，重点领域风险隐患仍然较多，新旧动能转换存在阵痛。但要看到，这些是发展中、转型中的问题，既要坚持底线思维，也要坚定发展信心。我国经济稳定运行、长期向好的基本面没有改变，有利条件强于不利因素，要坚持稳中求进、以进促稳，扎实推动高质量发展，在发展中解决问题。	我国经济发展也还存在一些挑战。从国际看，地缘冲突升温、大国博弈加剧背景下，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升，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。对此，既要正视困难，又要增强信心和底气，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的基本趋势没有改变，有利条件强于不利因素，开局良好、回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势，要坚持稳中求进、以进促稳，扎实推动高质量发展，在发展中解决问题。
工作总基调	推动金融高质量发展，深化金融体制改革，加快完善中央银行制度，推进货币政策框架转型。稳健的货币政策要注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系，增强宏观政策取向一致性，加强逆周期调节，增强经济持续回升向好态势，为完成全年经济社会发展目标任务营造良好的货币金融环境。	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。
货币政策	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。合理把握信贷与债券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。	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。
信贷政策	在防范资金沉淀空转的同时，支持金融机构按照市场化法治化原则，深入挖掘有效信贷需求，加快推动储备项目转化，引导信贷合理增长、均衡投放，增强贷款增长的稳定性和可持续性，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。	支持金融机构按照市场化法治化原则，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，引导贷款合理增长、均衡投放，增强贷款增长的稳定性和可持续性，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。加大力度盘活存量金融资源，密切关注资金沉淀空转等情况，促进提高资金使用效率，为经济高质量发展提供更好支撑。
利率	深入推进利率市场化改革，健全市场化利率形成、调控和传导机制，逐步理顺由短及长的传导关系。充分发挥利率自律机制作用，防范高息揽储行为，维护市场竞争秩序，着力稳定银行负债成本。持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），着重提高 LPR 报价质量，更真实反映贷款市场利率水平，督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，推动社会综合融资成本稳	深入推进利率市场化改革，畅通货币政策传导渠道。健全市场化利率形成和传导机制，发挥中央银行政策利率引导作用。落实存款利率市场化调整机制，防范高息揽储行为，维护市场竞争秩序，着力稳定银行负债成本。发挥贷款市场报价利率改革效能，加强行业自律协调和管理，督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，推

	中有降。加强市场预期引导，关注经济回升过程中，长期债券收益率的变化。	动社会综合融资成本稳中有降。
汇率	稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，综合施策，稳定预期，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，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加强外汇市场管理，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，维护外汇市场平稳健康发展。	稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。加强预期管理，做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，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。加强外汇市场管理，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，维护外汇市场平稳健康发展。
防风险	稳妥防范化解金融风险。进一步完善宏观审慎政策框架，提高系统性风险监测、评估与预警能力，丰富宏观审慎政策工具箱。持续完善系统重要性金融机构监管框架，研究修订系统重要性银行评估方法，组织开展恢复计划模拟演练，夯实系统重要性银行附加监管，推动制定系统重要性保险公司附加监管规定，发挥好宏观审慎管理与微观审慎监管合力，巩固金融体系稳定的根基。稳妥处置重点地区和重点机构风险，落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措，有序做好存量风险处置项目收尾。对金融机构持有债券资产的风险敞口开展压力测试，防范利率风险。建全风险早期纠正硬约束制度，筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系。强化风险源头防控和监测预警，实现风险早识别、早预警、早暴露、早处置。健全权责一致、激励约束相容的风险处置责任机制，建立科学合理的金融风险处置成本分担机制。扩大金融风险处置基金积累，强化存款保险专业化风险处置职能	积极稳妥防范化解金融风险。进一步完善宏观审慎政策框架，提高系统性风险监测、评估与预警能力，丰富宏观审慎政策工具箱。持续完善系统重要性金融机构监管框架，夯实系统重要性银行附加监管，研究拟定系统重要性保险公司附加监管规定，发挥好宏观审慎管理与微观审慎监管合力，巩固金融体系稳定的根基。平稳有序推动重点区域、重点机构和重点领域风险处置和改革化险工作，稳妥有序做好存量风险处置项目收尾。继续做好硬约束早期纠正试点工作。强化金融稳定保障体系，健全权责一致、激励约束相容的风险处置责任机制，建立科学合理的金融风险处置成本分担机制。进一步发挥存款保险核心功能，扎实开展差别费率管理、风险监测预警、现场核查、早期纠正、风险处置等工作。继续完善金融稳定法律制度体系，配合有关部门持续推进金融稳定法立法进程。
专栏	专栏 1 建立健全由市场供求决定的存贷款利率形成机制	专栏 1 信贷增长与经济高质量发展的关系
	专栏 2 进一步健全市场化的利率调控机制	专栏 2 从存贷款结构分布看资金流向
	专栏 3 支持住房租赁产业可持续发展	专栏 3 持续提升外籍来华人员支付便利性
	专栏 4 资管产品净值机制对公众投资者的影响	专栏 4 如何看待当前长期国债收益
	专栏 5 密切关注海外主要央行货币政策走向	

来源：人民银行，iFind，华福证券研究所

华福证券

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn