

平衡三重关系，深化利率改革

——《2024年二季度货币政策执行报告》四大要点

8月9日，央行发布《2024年二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：稳定运行、长期向好

《报告》认为“我国经济发展具有强大韧性、巨大潜力和有力支撑”，同时，“经济稳定运行仍面临一些挑战”。国际方面，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。国内方面，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。从二季度经济表现看，固定资产投资与社会消费品零售总额同比增速分别为3.5%和2.6%，均低于名义GDP增速和去年同期，显示内需不足仍是当前经济修复面临的主要挑战。对此，《报告》认为“这些是发展中、转型中的问题”，与7月中央政治局会议判断一致。强调“既要坚持底线思维，也要坚定发展信心”，要求“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”。

通胀方面，《报告》认为下半年国内供需将进一步趋于平衡，“CPI有望总体延续温和回升态势，PPI降幅也将逐渐收敛”。短期看，暑期旅游出行和四季度传统消费旺季，将带动需求回暖；中长期看，“我国经济转型和产业升级稳步推进，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：平衡三重关系、加强逆周期调节

《报告》要求“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”。相较一季度《报告》，隐去“强化跨周期调节”，仅保留“增强宏观政策取向一致性，加强逆周期调节”，响应7月中央政治局会议“宏观政策要持续用力、更加给力”的会议精神。

总量上，“保持融资和货币总量合理增长”这一核心诉求不变，提升对“货币工具箱”、“内外部均衡”和“贷款可持续性”的关注。一是丰富和完善基础货币投放方式，包括央行公开市场操作中逐步增加国债买卖、必要时开展临时正、逆回购操作等。二是密切关注海外主要央行货币政策变化，专栏5明确“近期市场对美联储降息预期有所升温”，认为通胀读数回落与走弱的经济与就业数据为美联储降息创造条件，但同时指出具体降息时点仍取决于未来数据走向，提示发达经济体货币政策转向的外溢影响值得关注。三是深入挖掘有效信贷需求，加快推动储备项目转化，增强贷款增长的稳定性和可持续性。

结构上，“充分发挥货币信贷政策导向作用”，进一步提升对科技创新、消费和住房租赁产业的支持力度。科技创新方面，要求“深入实施《关于扎实做好科技金融大文章的工作方案》，构建同科技创新相适应的科技金融体制，加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持”，二季度央行设立5,000亿科技创新和技术改造再贷款。消费方面，要求“推动消费品以旧换新”，与财政政策协调配合，助力释放消费潜力。住房租赁产业方面，要求“加大住房租赁金融支持，推动加快建立租购并举的住房制度”。专栏3认为近年来随着房价预期发生重大变化，租金成为影响住房价值的核心变量。据央行测算，未来租赁住房的收益率有望提升至3%以上，将高于多数资产回报率，因此住房租赁产业是未来房地产市场发展的重要方向。二季度央行推出3,000亿保障

性住房再贷款，支持保障房收储“以购代建”，加快盘活存量和市场去库存，并与保交房和“白名单”机制形成合力，改善房企资金状况。

三、利率政策：健全利率形成、调控与传导机制

《报告》继续要求“深入推进利率市场化改革”，结合近期央行货币政策框架密集调整，这主要包括两方面。

一方面，“建立健全由市场供求决定的存贷款利率形成机制”（专栏1）。一是存款利率以金融机构自主调整为主，辅以行业自律保障理性有序竞争。目前利率自律机制仍对存款利率进行上限管理，防范高息揽储行为；在上限范围内金融机构可自主定价，因此在利率下行的大背景下，近两年各类银行已多次轮番下调存款利率。二是贷款利率由金融机构自主确定，以贷款市场报价利率（LPR）作为主要定价基准。2019年LPR改革以及今年517房地产一揽子新政取消房贷利率下限后，当前商业贷款利率已实现市场化定价。

另一方面，“进一步健全市场化的利率调控机制”（专栏2）。一是发挥央行政策利率引导作用，强化公开市场7天期回购操作利率的主要政策利率属性。7月22号，央行调降7天逆回购利率，同时将招标方式由固定数量、利率招标改为固定利率、数量招标，以明示操作利率，增强其政策利率地位，稳定市场预期。二是引导市场利率更好围绕政策利率中枢平稳运行，适度收窄利率走廊的宽度。7月8日央行公告将视情况展开临时正、逆回购操作，利率定价为7天期逆回购操作利率上减20bp、加50bp，短期利率走廊宽度收敛至70bp，有利于降低市场资金利率波动，增强7天逆回购利率定价锚的作用。三是理顺由短及长的利率传导关系。7月贷款市场报价利率（LPR）先于MLF利率调降，这意味着MLF利率的参考作用下降，LPR报价未来将更多参考短期政策

利率，由短及长的利率传导关系进一步明确。

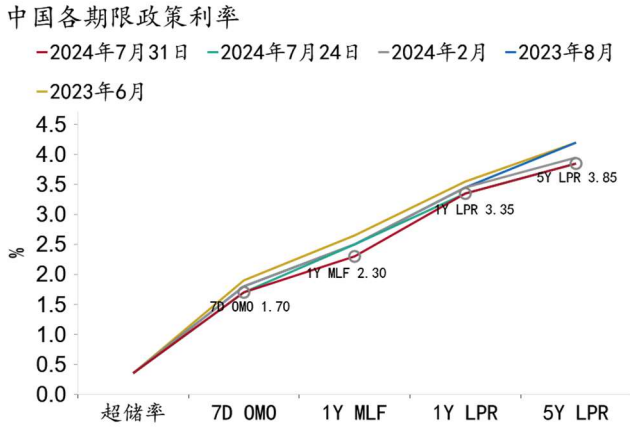
当前利率调控目标仍是“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”。6月贷款加权平均利率为3.68%，同比下降51bp。其中，一般贷款和企业贷款加权平均利率分别为4.13%和3.63%，分别同比下降35bp和32bp。

四、债券市场：关注长债波动

针对二季度国债收益率下行趋势，《报告》仍要求“关注经济回升过程中，长期债券收益率的变化”。相较一季度，二季度10Y和30Y国债收益率分别震荡下行8bp和3bp，至2.21%和2.43%。7月以来，长期国债收益率仍在下行，10Y和30Y国债收益率分别降至2.2%、2.4%以下。对此，《报告》再次提示机构配置需求集中对债市带来的扰动。专栏4分析资管产品净值机制对公众投资者的影响，认为净值化有助于明确产品风险和收益归属，但随着投资者对产品净值的关注度和敏感性上升，也容易出现短期非理性交易和“羊群效应”，特别提示当前部分债券型理财产品是通过加杠杆实现了较高收益，未来利率回升时可能出现较大回撤，投资者或面临净值波动风险。

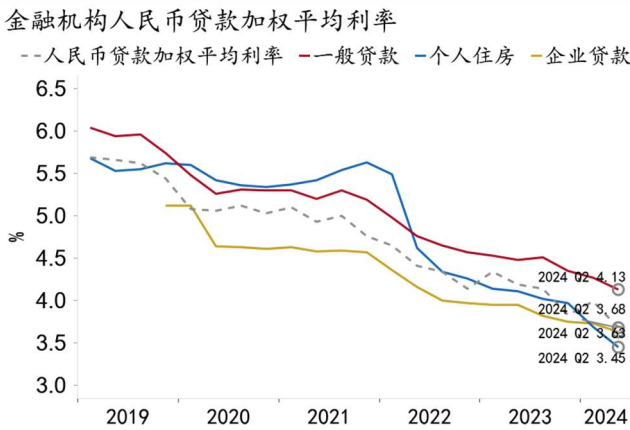
（评论员：谭卓 张巧栩 牛梦琦 王蓁 李明祥）

图 1：今年 7 月 OMO、LPR 利率同时下降 10bp



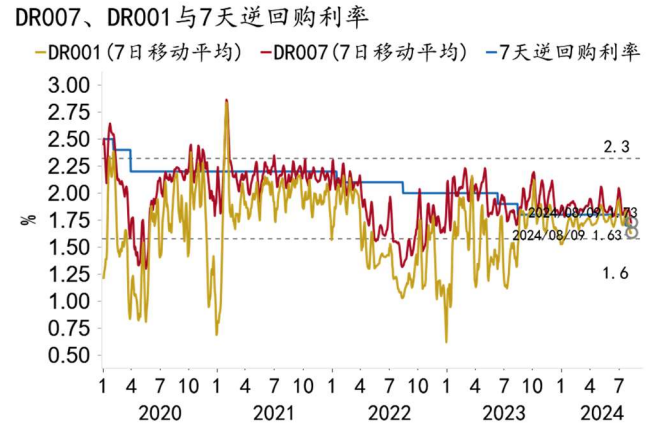
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 1：二季度实体经济融资成本继续下降



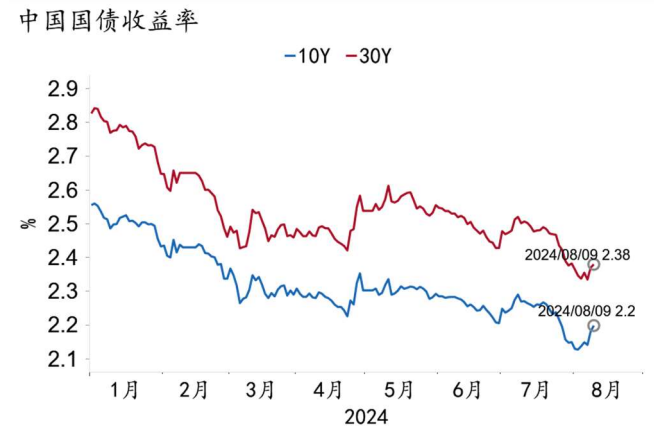
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：7 天逆回购利率已成为短期利率波动中枢



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：国债收益率震荡下行



资料来源：Macrobond、招商银行研究院