

货币政策强调“更加注重做好逆周期调节”，后期降息降准都有空间

——2024年一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 年第一季度例会于 3 月 29 日在北京召开。对本次例会公报要点解读如下：

一、本次例会对经济形势的判断与上年四季度例会基本相同，都是在指出“经济回升向好”的同时，强调“仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战”。背后是去年三季度以来，伴随包括货币政策降息降准在内的系列稳增长措施发力显效，实际经济增长动能持续改善。其中，今年头两个月工业生产、投资、出口等宏观数据好于预期，3 月官方 PMI 指数大幅反弹，预示今年一季度宏观经济有望实现良好开局。不过，当前经济运行仍面临一些困难和挑战，主要是房地产行业处在调整阶段、居民消费和投资信心偏弱等。这意味着短期内宏观政策仍需保持稳增长取向。

二、在货币政策取向方面，本次例会的提法出现变化：去年四季度例会公报要求“精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期和跨周期调节”，而本次例会公报调整为“精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期调节”，即删去了“跨周期调节”内容，而单独突出“逆周期调节”。这意味着接下来货币政策将在稳增长方向持续用力，降息降准都有空间。背后是当前国内物价水平偏低，房地产行业持续低位运行，需要强化逆周期调节，重点是促进物价温和回升，推动房地产行业实现软着陆，提振经济内生增长动能。我们判断，年中前后 MLF 操作利率有可能实施年内首次下调，全面降准也有望再度落地。这不仅有助于引导信贷、社融合理增长，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降，也能为今年地方债务风险化解提供有利的环境。

三、本次例会公报首次提出“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”。这主要是指 2 月以来，在全面降准落地、政策宽松预期升温，以及银行等金融机构“资产荒”等因素综合作用下，10 年期国债收益率月度均值接连降至 2.41%和 2.31%，其间一度创下逾 20 年最低，较大幅度向下偏离相应政策利率水平（1 年期 MLF 操作利率，2.50%），其走势与年

初经济回升势头出现分化。我们判断，后期监管层或将通过遏制资金空转、有效引导市场预期等方式，推动 10 年期国债收益率回归围绕政策利率的常态化波动，同时也会更加重视长期收益率偏低背后的经济含义。

四、本次会议公报提出“充实货币政策工具箱”，体现了今年两会政府工作报告关于“研究储备政策要增强前瞻性、丰富工具箱”的具体要求。我们判断，这主要是指在做好五篇大文章过程中，根据需要适时创新结构性货币政策工具。可以看到，今年央行已设立科技创新和技术改造再贷款，做为支持科技金融的政策工具。我们同时认为，短期内央行在二级市场上大规模购买国债的可能性不大。一般来说，做为一种货币政策工具，央行在二级市场购买国债，主要是为了投放基础货币，使基础货币的数量与经济发展过程相适应，或者是在特定时期执行货币宽松的逆周期操作。就当前而言，一方面央行可以通过 MLF、PSL 及各类结构性货币政策工具投放基础货币，另一方面，我国存款准备金率至少还有 2 个百分点左右的下调空间，从近期的降准幅度和节奏来看，未来两年如果需要较大规模增加货币供应，可以继续实施降准。值得注意的是，着眼于做好五篇大文章，当前结构性货币政策工具正在受到进一步重视。这些工具既是投放基础货币的一种方式，又能较为精准的引导资金流向，而通过央行购买国债的方式投放基础货币，则难以体现当前货币政策“精准有效”的政策取向。

五、房地产政策方面，本次会议公报的表述与上季度公报内容基本相同，核心是在供需两端同步发力，推动房地产行业实现软着陆，同时加大对“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。供给端方面，预计短期内房地产融资协调机制有望在全国所有城市实现全覆盖，会有更多房地产项目进入“白名单”，房企开发贷发放速度会明显加快。这将直接缓解房企流动性压力，有力促进保交楼，也意味着 2 月开始的企业中长期贷款同比多增势头有望延续。

需求端方面，除了在因城施策原则下，有序放松一线及重点二线城市限购外，当前的重点是持续引导 5 年期以上 LPR 报价下调，同时通过下调首套及二套房贷利率下限等方式，推动新发放居民房贷利率较大幅度下调。这是扭转楼市预期、提振市场信心的关键一招。最新数据显示，2 月新发放居民房贷利率为 3.86%，仍处较高水平，这方面有充足的政策空间。

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。