

ICBC  **中国工商银行** (亚洲)

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



战投部 (东南亚研究中心)



兼评一季度货币政策执行报告

年初以来人行货币政策及资金环境回顾及前瞻

动态资讯系列：同业市场与产品快讯 | 环球经济评论 | **环球市场热点观察**

2024 年第 20 期 | 总第 197 期

年初以来人行货币政策及资金环境回顾及前瞻

——兼评一季度货币政策执行报告

阅读摘要:

货币政策回顾: 2024 年前 4 月, 人行降准 0.5 个百分点、调降 5 年期以上贷款市场报价利率 (LPR) 0.25 个百分点, 量价工具并用引导资金成本合理下调; 利用公开市场操作 (OMO)、中期借贷便利 (MLF) 等货币政策工具灵活对冲降准流动性释放、季末资金需求; 下调支农支小再贷款再贴现利率、设立 5000 亿元科技创新和技术改造再贷款、放宽普惠小微贷款认定标准、扩大碳减排支持工具支持对象范围等结构性政策工具支持重点领域建设。政策工具相机落地背景下, 4 月末人行资产规模较去年同期增长 3.8%、或 1.6 万亿元。

内地资金环境: 货币市场资金面保持平稳宽松, 前 4 月, DR007 总体位于 OMO 利率上方、利差在 3.8-9.2BP 间 (月均值), 较 2023 年 9-11 月的偏紧环境明显改善; 1 年期 AAA 同业存单到期收益率总体位于同期限 MLF 利率下方; 长端国债收益率经历年初快速下行后转小幅波动走势; 贷款利率持续下行, 其中 3 月个人住房贷款利率 (3.69%) 已降至企业贷款利率下方 (3.73%); 部分银行主动压降高成本存款规模, 4 月政策禁止手工补息亦引导银行负债端成本下行。

展望: 4 月政治局会议释放货币政策积极信号, 降准降

息预期升温，考虑到市场流动性整体平稳宽松、银行贷款利率下行，短期降准降息落地概率较小。**货币市场**，考虑到超长期特别国债发行、专项债发行提速背景下，预计二季度资金价格中枢环比有抬升动能，但人行料灵活开展公开市场操作，预计整体资金面基本无虞。**国债市场**或延续小幅波动行情，一方面，经济持续向好叠加超长期国债供给逐步增加，长端国债收益率进一步下行空间有限。另一方面，市场对三季度降准降息仍保有预期，引导融资成本下行仍是当前货币政策导向，国债收益率上行空间亦有限。**银行存贷**，人行一季度货币政策报告提出“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”，银行或仍有相机下调存款利率意愿。

正文：

一、2024 年前 4 个月人行货币政策回顾

量价工具并用引导资金成本合理下调。量上，2 月 5 日人行降准 0.5 个百分点，释放中长期流动性超过 1 万亿元。价上，2 月 20 日引导 5 年期以上贷款市场报价利率 (LPR) 下行 0.25 个百分点至 3.95%，1 年期 LPR (3.45%)、OMO (1.8%)、MLF (2.5%) 均维持不变。

货币政策工具灵活对冲降准流动性释放。公开市场操作 (OMO) 方面，1-4 月净投放资金量分别为 -8,620 亿元、-14,880 亿元、3,180 亿元、-8,400 亿元，灵活对冲降准流动性释放、季末资金需求 (见图表 1)。中期借贷便利 (MLF) 方面，1 月 MLF 加量续做 2,160 亿元，较 2023 年末加量规模减小，降准落地后 3-4 月均转为缩量续作，前 4 月累计净投放 530 亿元 (见图表 2)。

图表 1：2024 年以来 OMO 投放情况 (亿元)



数据来源：WIND、中国工商银行 (亚洲) 东南亚研究中心

图表 2：2024 年以来 MLF 投放情况 (亿元)

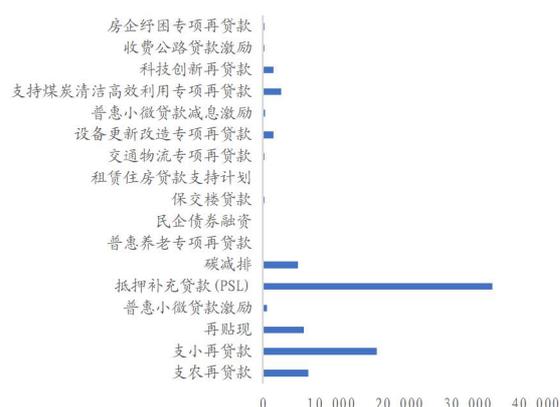


数据来源：WIND、中国工商银行 (亚洲) 东南亚研究中心

结构性政策工具支持重点领域建设。2024 年以来，人行下调支农支小再贷款再贴现利率 25BP、设立 5000 亿元科技

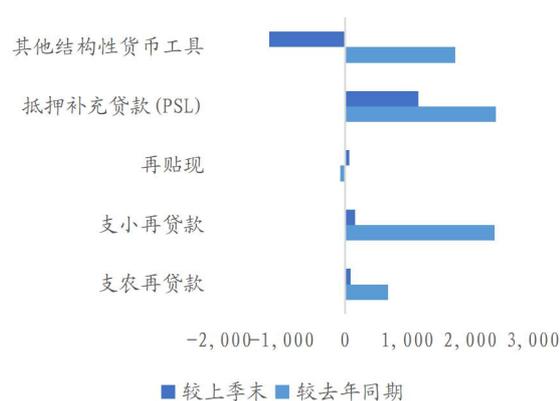
创新和技术改造再贷款、放宽普惠小微贷款认定标准、扩大碳减排支持工具支持对象范围等，支持金融“五篇大文章”，并通过抵押补充贷款（PSL）投放支持“三大工程”建设。2024年一季度结构性货币政策工具累计投放296亿元、至3月末余额为7.54万亿元，较2023年3月末增加7,180亿元，其中支小再贷款、PSL、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款为主要同比增长项，余额分别增加2,387亿元、2,409亿元、1,276亿元（见图表3-4）。

图表3：2024年3月末主要结构性货币政策工具余额（亿元）



数据来源：WIND、中国人民银行、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表4：2024年3月末主要结构性货币政策工具余额变化量（亿元）¹



数据来源：WIND、中国人民银行、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

政策工具相机落地背景下人行资产规模有所扩张。截至2024年4月末，人行总资产规模42.8万亿元、较去年同期增长3.8%，相当于过去一年资产扩容1.6万亿元。分项看，MLF加量投放下“对其他存款性公司债权”同比增长12.6%、或1.7万亿元（见图表5-7）。

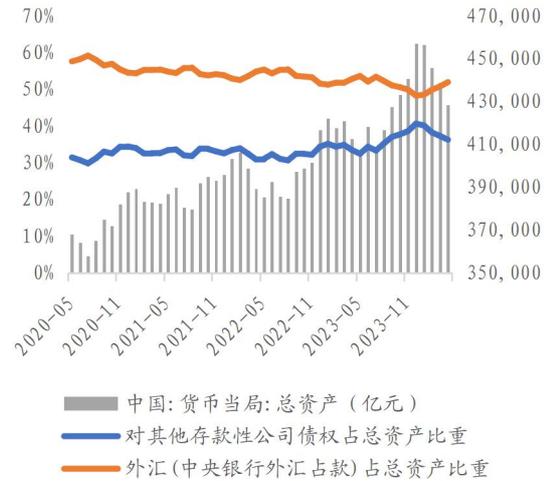
¹其他结构性货币工具包括普惠小微贷款激励、碳减排、普惠养老专项再贷款、民企债券融资、保交楼贷款、租赁住房贷款支持计划、交通物流专项再贷款、设备更新改造专项再贷款、普惠小微贷款减息激励支持煤炭清洁高效利用专项再贷款、科技创新再贷款、收费公路贷款激励、房企纾困专项再贷款，2024年3月末合计占结构性货币工具比重16%。

图表 5：2024 年 4 月末人行资产结构（亿元，%）

科目	规模	占比	同比
总资产：	428,425	100.0%	3.8%
国外资产	235,682	55.0%	1.9%
外汇	222,450	51.9%	2.1%
黄金	4,193	1.0%	23.9%
其他	9,039	2.1%	-10.1%
对政府债权	15,241	3.6%	0.0%
对其他存款性公司 债权	155,232	36.2%	12.6%
对其他金融性公司 债权	3,016	0.7%	93.0%
对非金融公司债权	0	0.0%	—
其他资产	19,253	4.5%	-27.6%

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 6：人行资产规模及主要科目占比



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 7：对其他存款性公司债权结构（亿元）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

二、2024 年前 4 个月内地资金环境回顾

货币市场：资金面保持平稳宽松。回购市场，以月度均值计，前 4 月 DR007 总体位于 OMO 利率上方波动、利差在 3.8-9.2BP 间波动，相较于 2023 年 9-11 月（月均利差在 16.6-18.4BP 间）的偏紧环境明显改善（见图表 8-9）。此外，

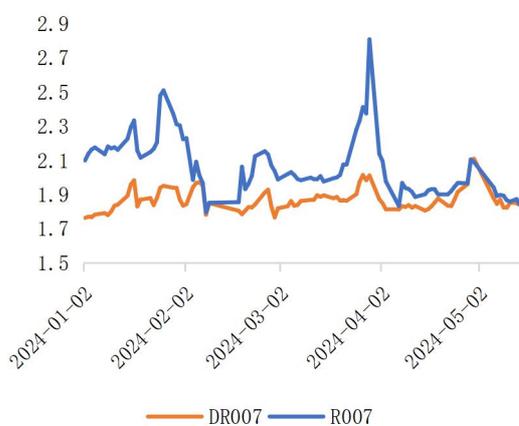
2月降准落地以来，R007与DR007利差总体收窄，4月以来“手工补息”被禁、部分银行存款流向理财，银行与非银机构间流动性分层现象进一步减弱。拆借市场，4月隔夜、1周、2周等短期SHIBOR利率中枢全部降至2%以下，亦反应资金面偏宽松。同业存单市场，以月度均值计，1-4月1年期AAA同业存单到期收益率持续位于同期限MLF利率下方，利差倒挂幅度由1月的6.5BP逐步扩大至4月37.8BP(见图表10)。

图表8：货币市场价格指标

指标		2024年4月	2024年3月	2024年2月	2024年1月	2023年12月	2023年11月
SHIBOR O/N	均值	1.76%	1.74%	1.71%	1.69%	1.62%	1.77%
	较上月	↑2.2BP	↑3.25BP	↑1.73BP	↑6.55BP	↓14.44BP	↓1.43BP
DR007	均值	1.88%	1.89%	1.86%	1.86%	1.84%	1.97%
	较上月	↓1.64BP	↑3.17BP	↑0.02BP	↑2.2BP	↓13.69BP	↓0.9BP
	较OMO	7.53BP	9.17BP	6BP	5.98BP	3.78BP	17.46BP
R007-DR007	均值	8.61BP	22.13BP	16.83BP	36.93BP	66.32BP	38.11BP
	较上月	↓13.53BP	↑5.3BP	↓20.1BP	↓29.38BP	↑28.21BP	↑3.08BP
1Y AAA NCD	均值	2.12%	2.26%	2.30%	2.43%	2.61%	2.59%
	较上月	↓13.48BP	↓3.83BP	↓13.99BP	↓17.41BP	↑1.46BP	↑7.31BP
	较MLF	-37.81BP	-24.33BP	-20.5BP	-6.5BP	10.91BP	9.45BP

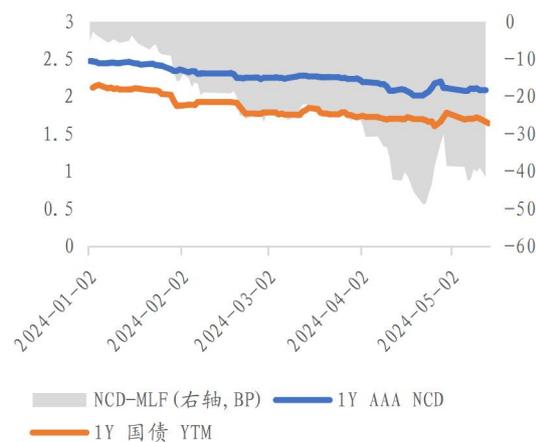
数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表9：DR007及R007走势(%)



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表10：1年期AAA同业存单利率走势(%)



数据来源：WIND、Macrobond、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

国债市场：长债收益率经历快速下行后转小幅波动走势。

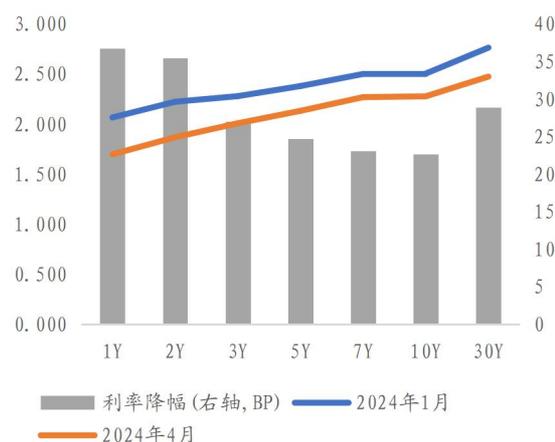
政府债券发行节奏偏缓、资金面偏宽松、降息预期等因素共同影响下，年初长债收益率快速下行，10年期国债到期收益率由开年的2.56%波动降至4月23日2.23%的年内低点，同日30年期国债亦创下2.42%的低位水平，4月下旬以来，伴随经济数据整体向好、人行表示“在二级市场开展国债买卖可以作为流动性管理方式和货币政策工具储备”，长端收益率上升，随后进入震荡行情，5月前13日，10年、30年期国债收益率分别围绕2.30%、2.55%波动(见图表11-12)。

图表 11: 10 年期及 30 年期国债收益率走势 (%)



数据来源: Macrobond、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 12: 各期限国债到期收益率月度均值 (%)



数据来源: Macrobond、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

银行存贷：贷款利率持续下行，银行压降负债端成本。

贷款加权平均利率持续处于历史低位，3月企业、个人住房贷款加权平均利率为3.73%、3.69%，分别较2023年12月下降2BP、28BP(见图表13)。人行货币政策报告强调“防空转”、贷款投放不应有“规模情结”，进一步淡化信贷投放量要求。继2023年12月主要大行下调存款挂牌利率后，2024

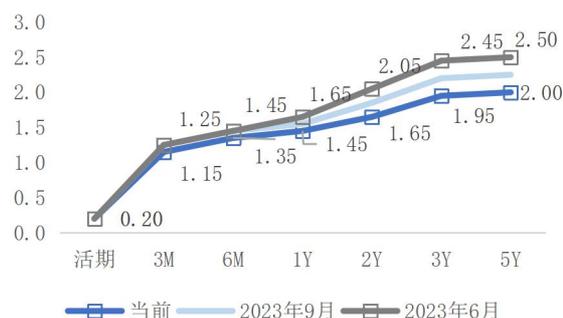
年以来暂未进一步调整（见图表 14）。部分银行主动压降协议存款、结构性存款、三年期以上大额存单等高成本存款规模。此外，4 月政策禁止手工补息，亦引导银行负债端成本下行²。

图表 13: 金融机构人民币贷款加权平均利率

指标	2024-03	2023-12	2023-09	2023-06	
新发放贷款	均值	3.99%	3.83%	4.14%	4.19%
	环比	↑16BP	↓31BP	↓5BP	↓15BP
一般贷款	均值	4.27%	4.35%	4.51%	4.48%
	环比	↓8BP	↓16BP	↑3BP	↓5BP
企业贷款	均值	3.73%	3.75%	3.82%	3.95%
	环比	↓2BP	↓7BP	↓13BP	↑0BP
票据融资	均值	2.26%	1.47%	1.80%	2.03%
	环比	↑79BP	↓33BP	↓23BP	↓64BP
个人住房贷款	均值	3.69%	3.97%	4.02%	4.11%
	环比	↓28BP	↓5BP	↓9BP	↓3BP

数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 14: 四大行存款挂牌利率 (%)



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

三、人行货币政策及资金环境前瞻

经济形势: 2024 年一季度货币政策执行报告中, 人行对经济形势的判断总体与政治局会议保持一致, 认为“经济延续回升向好态势的有利条件较多”, 但同时也强调“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”等阶段挑战。4 月经济数据呈现“生产走强、需求偏弱”的结构特征, 拆分结构看地产链偏弱掣肘投资、消费增长, 5 月以来积极地产调控政策密集出台, 多地放松限购、取消全国层面首套和二套房贷利率政策下限、

² 4 月, 市场利率定价自律机制发布《关于禁止通过手工补息高息揽储 维护存款市场竞争秩序的倡议》, 明确要求银行不得以任何形式向客户承诺或支付突破存款利率授权上限的补息, 维护市场合理竞争秩序, 强化存款利率调整效果, 稳定银行负债成本。

首付成数下调、公积金利率下调、“收储”存量房等系列措施有望对地产市场形成积极提振。专项债发行提速、超长期特别国债发行，也有望带动基建投资。

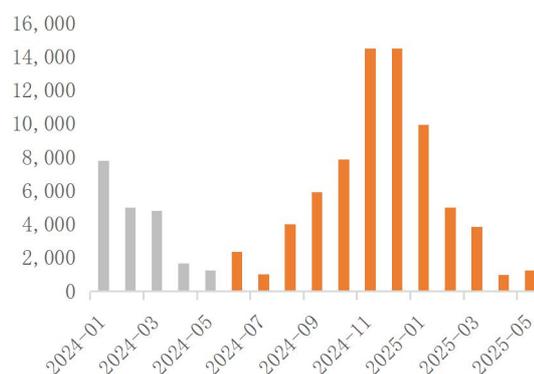
政策前瞻：降准降息预期升温、短期落地概率较低。5月17日超长期特别国债开启发行，预计后续发行时点主要集中于6-10月，总体呈现发行时间分散、单次额度偏小的特征（见图表15），对市场资金面的影响预计较小，人行大概率采用公开市场操作、MLF等货币政策工具，相机调节流动性压力。考虑到下半年MLF到期规模较大（见图表16），4月政治局会议释放货币政策积极信号³、人行季报亦提及“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”等，后续降准降息预期升温，但考虑到市场流动性整体平稳宽松、银行信贷利率持续下行，短期降准降息落地概率较小。

图表 15：超长期特别国债发行节奏

时间	期数		预估金额 (亿元)
	首发	续发	
5月	2	0	930
6月	1	2	1750
7月	1	3	1400
8月	1	3	1750
9月	1	2	1400
10月	0	4	1750
11月	0	2	920

数据来源：财政部、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 16：MLF 到期量（亿元）



数据来源：Wind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

资金环境：货币市场，超长期特别国债发行、专项债发行提速叠加提振投资背景下，预计二季度资金价格中枢环比

³ 4月30日政治局会议提出“要灵活运用利率和准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本”。

有抬升动能，但人行料灵活开展公开市场操作，预计整体资金面基本无虞。**国债市场**，一方面，人行一季度货币政策报告专栏《如何看待当前长期国债收益率》提出长期国债收益率与未来经济向好的态势将“更加”匹配，经济持续向好、叠加超长期国债供给逐步增加，长端国债收益率进一步下行空间有限。另一方面，市场对三季度降准降息仍保有预期，引导融资成本下行仍是当前货币政策导向，国债收益率上行空间亦有限，或延续小幅波动行情。**银行存贷**，人行一季度货币政策报告提出“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”，银行或仍有相机下调存款利率意愿。

附表 1：人行货币政策执行报告对比

		2023 年四季度	2024 年一季度
国内经济展望		我国发展仍处于重要的 战略机遇期 ，市场空间广阔、 产业体系完备、物质技术基础雄厚、人才红利不断增强 ，经济发展具有良好支撑，但也要看到，当前全球经济复苏动能分化，发达经济体政策调整、地缘政治冲突等不确定性上升，国内进一步推动经济回升向好需要 克服一些困难挑战 。综合来看，我国发展面临的有利条件强于不利因素， 经济长期向好的基本趋势没有改变，要增强信心和底气 。	当前我国经济发展面临的 战略机遇和风险挑战并存 。全球经济复苏动能分化，发达经济体货币政策调整、地缘政治冲突等不确定性依然存在，国内经济持续回升向好仍 面临诸多挑战 。也要看到，我国 经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，开局良好、回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势，要增强做好经济工作的信心 。
国外经济形势分析		2023 年全球经济增长呈现韧性，但动能趋于弱化。发达经济体通胀压力总体缓解，四季度以来普遍 暂缓加息，劳动力市场保持强劲 。展望未来， 全球贸易延续低迷、发达经济体宏观政策不确定性、地缘政治风险 等对经济增长的影响仍需关注。	全球经济总体 延续复苏态势，增长分化有所加剧 。发达经济体通胀压力总体缓解，继续回落的速度或 不及预期。地缘政治风险上升、需求下滑，也可能拖累全球贸易和投资增长 。美欧等主要发达经济体降息时点仍存在不确定性， 潜藏的金融风险 还需关注。
海外值得关注的问题		1. 经济增长 动能趋缓 ； 2. 通胀将延续 缓慢下行态势 ； 3. 主要发达经济体央行 何时启动降息 有较大不确定性； 4. 政治和地缘政治风险 上升制约经济增长。	1. 全球经济增长仍 面临挑战 ； 2. 通胀回落速度可能 不及预期 ； 3. 全球贸易和投资 面临不确定性； 4. 全球金融风险 还需关注。
工作总基调与要求		坚持 稳中求进、以进促稳、先立后破 ，加快建设金融强国，优化金融服务，坚定不移走中国特色金融发展之路，推动金融高质量发展。建设现代中央银行制度， 强化宏观政策逆周期和跨周期调节，坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，始终保持货币政策的稳健性，增强宏观政策取向一致性，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长 。	坚持稳中求进工作总基调 ，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路，加快建设金融强国，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 。
未来政策展望	货币政策	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，准确把握货币信贷供需规律和新特点，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。
	利率	持续深化利率市场化改革， 进一步完善贷款市场报价利率形成机制，发挥存款利率市场化调整机制作用，促进社会综合融资成本稳中有降 。	持续深化利率市场化改革， 发挥贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制作用，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降 。

货币政策工具运用	发挥好货币政策工具总量和结构双重功能。支持采取 债务重组 等方式 盘活信贷存量 ，提升存量贷款使用效率。坚持 聚焦重点、合理适度、有进有退 ，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，抓好 金融支持民营经济 25 条举措 落实。	坚持 聚焦重点、合理适度、有进有退 ，为 普惠金融、科技创新、绿色发展 等重点领域和薄弱环节提供有效支持。 畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转。
汇率	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度， 综合施策、稳定预期，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 。	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度， 发挥市场在汇率形成中的决定性作用，综合施策、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，防止市场形成单边预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险 ，保持人民币汇率在 合理均衡水平上基本稳定 。
物价水平	加强政策协调配合，有效支持促消费、稳投资、扩内需，保持物价在合理水平。	把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量 ，加强政策协调配合，保持物价在合理水平。
金融风险防范	持续有效 防范化解重点领域风险， 坚决守住 不发生系统性风险的底线。	持续有效 防范化解重点领域风险， 坚决守住 不发生系统性风险的底线。
房地产	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。用好新增的抵押补充再贷款工具， 加大对 保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造的 金融支持力度 ，推动加快构建房地产发展新模式。	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， 统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施 ，促进房地产市场平稳健康发展。 强化 保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设 资金保障 ，推动加快构建房地产发展新模式。
专栏	专栏 1: 准确把握货币信贷供需规律和新特点; 专栏 2: 利率自律机制十年: 市场化改革的重要保障; 专栏 3: 稳步推进央行间双边本币互换; 专栏 4: 进一步深化内地与香港金融合作。	专栏 1: 信贷增长与经济高质量发展的关系; 专栏 2: 从存贷款结构分布看资金流向; 专栏 3: 持续提升外籍来华人员支付便利性; 专栏 4: 如何看待当前长期国债收益率。

数据来源：中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**