

## 需进一步宽松，持续关注长债利率风险—兼评货币政策 报告和 7 月金融数据

2024 年 8 月 13 日

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

吴进辉

[wujh@cspengyuan.com](mailto:wujh@cspengyuan.com)

孙丽

[sunli@cspengyuan.com](mailto:sunli@cspengyuan.com)

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



### 主要内容:

近期，中国人民银行公布《2024 年二季度货币政策执行报告》和 7 月金融数据。货币政策基调延续支持性，更加关注债券市场风险，强调平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系。深入挖掘有效信贷需求，加快推动储备项目转化，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。深入推进利率市场化改革，手工补息整改工作持续推进，明确 OMO 的核心地位，建立“OMO-LPR-存款利率”的联动机制，同时结合 LPR 报价质量提升等表述，后期 LPR 和 OMO 价差有进一步缩小空间。地产政策延续政治局会议基调，加快构建房地产发展新模式。

此次报告有五个专栏。专栏 1：建立健全由市场供求决定的存贷款利率形成机制，梳理了我国存贷款利率定价的历史沿革和现阶段的情况。专栏 2：进一步健全市场化的利率调控机制，主要阐述了健全利率调控机制的措施。专栏 3：支持住房租赁产业可持续发展，强调了金融支持住房租赁市场的意义，论述了租售比。专栏 4：资管产品净值机制对公众投资者的影响，阐述了净值化管理的优势和挑战，投资者要避免短期非理性交易和市场“羊群效应”，审慎评估资管产品投资风险和收益。专栏 5：密切关注海外主要央行货币政策走向，论述了海外经济基本面变化，提示关注发达经济体货币政策外溢影响。

7 月新增社会融资规模同比多增 2,342 亿元，其中政府债券同比多增 2,802 亿元，为主要拉动项，社融口径实体贷款减少 767 亿元，是 2006 年以来首次单月负增长。7 月新增票据融资同比多增 1,989 亿元，为信贷主要拉动项，信贷结构票据冲量特征明显，居民和企业端表现较弱。M1 同比下降 6.6%，较上月下降 1.6 个百分点，继续创历史新低。M1 增速变化受金融数据“挤水分”、打击高息揽储，叠加存款挂牌利率下调后，存款流向理财、货基等非银机构有关。总体看，本月金融数据偏弱，受实体经济融资需求不足，持续挤水分和淡季因素有关。另一方面，数据总量并不好，这背后是资金空转、手工补息和金融业增加值核算等因素影响的结果，不能完全反映当下的真实情况，这是当前我国经济转型升级和高质量发展阶

### 独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

段的一些新特点，预计金融数据“挤水分”仍会持续一段时间，我们要淡化“规模”情结，逐步适应换挡过程中的新变化。

展望后续，7月底政治局会议强调宏观政策要持续用力、更加给力，以改革促发展，明确指出适时推出一批增量政策。当前地方债发行节奏放缓，在下半年坚定不移完成全年经济社会发展任务下，广义财政需进一步发力，后续财政政策的发力和节奏比较关键，预计货币政策仍会适当配合提供流动性，降准和加大公开市场投放仍是可选项，降息仍然有可能。对于债市而言，基本面预期偏弱，仍然利多债市，货币政策进一步宽松的必要性提升，同时加大对金融稳定和防风险的要求，需要持续关注央行对于债券市场风险管控和利率的容忍度。另外，要注意增量政策的出台，如果增发万亿或者提高特别国债额度，届时供给量大增，债市风险较大。

## 一、二季度货币政策报告核心要点

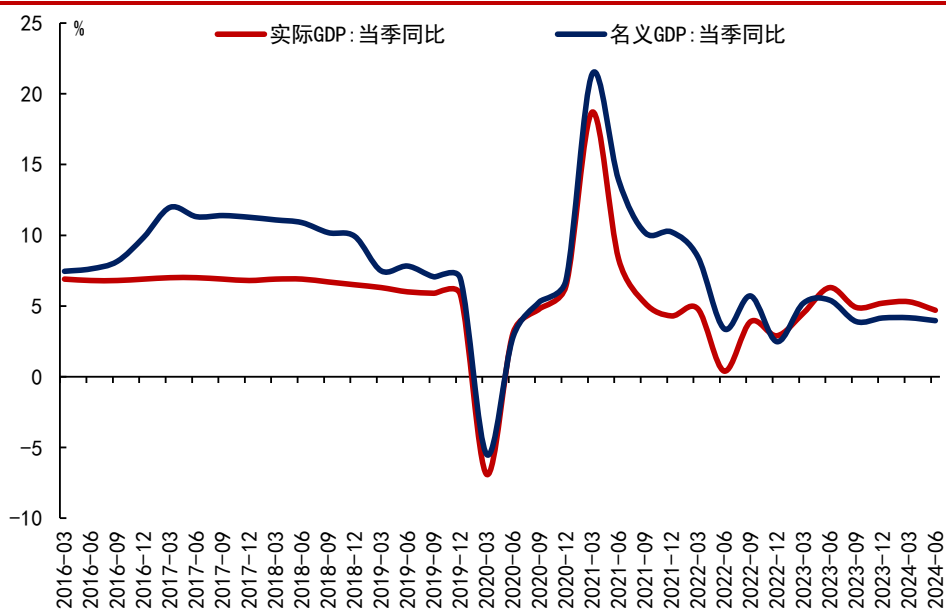
### 1.经济稳定运行，但仍面临一些困难和挑战

从报告来看，央行对 2024 年上半年国内经济恢复情况的认定较为积极，报告指出 2024 年上半年国内生产总值（GDP）同比增长 5.0%，为实现全年增长目标打下了良好基础。

在央行的视角，经济有望进一步回升向好。经济内生动能不断增强，供需两端修复。供给端：农业生产总体平稳，工业生产较快增长，服务业继续恢复。上半年，农业（种植业）增加值同比增长 4.0%，全国规模以上工业增加值同比增长 6.0%，服务业增加值同比增长 4.6%。需求端：服务消费增势较好，固定资产投资规模扩大，贸易结构持续优化，引资质量持续提升。上半年“三驾马车”持续协同发力，投资继续加力，消费不断改善，外贸韧性较强，各项宏观政策措施持续推进并落地。

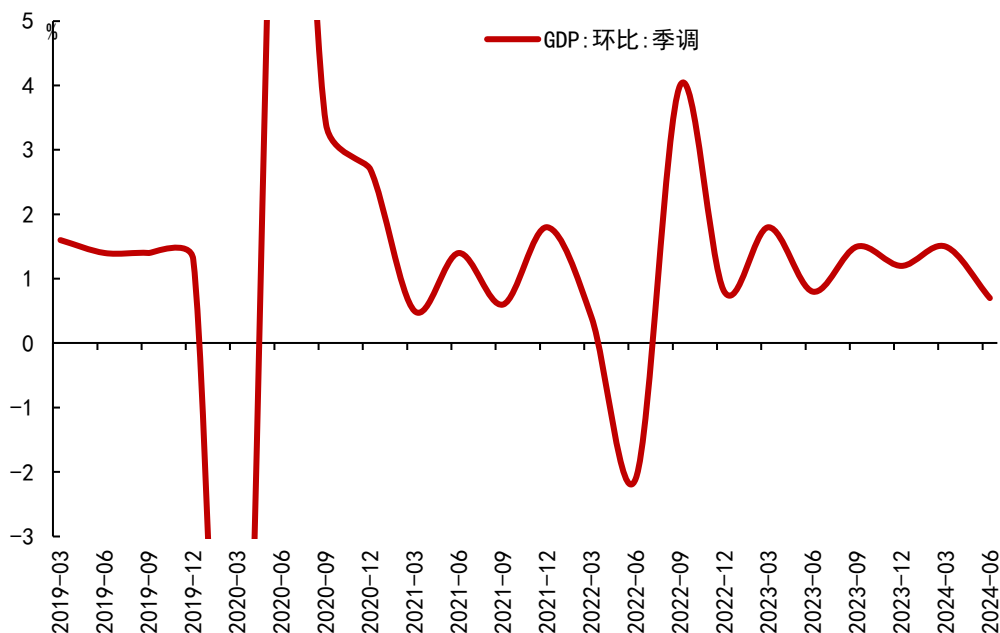
但报告提到经济恢复也面临一些困难和挑战。从国内看，国内有效需求不足，新旧动能转换和结构调整持续深化也造成一定挑战；从国际看，外部环境复杂性、严峻性、不确定性上升，带来的不利影响增多。美国经济内需仍具韧性，6月，美国 ISM 制造业 PMI 为 48.5，在 3 月短暂回到扩张区间后，连续 3 个月走低；欧洲制造业持续疲软，7 月，欧元区制造业 PMI 为 45.6，连续 25 个月位于收缩区间；日本一季度经济陷入负增长，GDP 环比折年率下降 2.9%。在发达经济体通胀压力有所缓解，但回落速度放缓，出现反复的风险依然存在的背景下，央行表达对“未来货币政策仍有不确定性”的关注。

图表 1 名义 GDP 增速低于实际 GDP 增速



数据来源：Wind 中证鹏元

图表 2 二季度 GDP 环比增速下降



数据来源: Wind 中证鹏元

## 2. 货币政策基调延续支持性，更加关注利率过低的风险

本次报告在货币政策方面延续了中央经济工作会议“灵活适度，精准有效”的方向，强调“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”。

与上次货币政策报告只强调“增强宏观政策取向一致性，强化逆周期和跨周期调节”的说法不同，这次货币政策报告增加了“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”的表述。7月末政治局会议提出“综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度，促进社会综合融资成本稳中有降”的表述，后续货币政策仍是保持支持性和宽松。6月下旬，金融机构短期资金需求增多，以及债券市场收益率持续下行等情况，人民银行灵活调整公开市场逆回购操作力度，既维护半年末流动性平稳，又避免债市情绪进一步过热。7月22日，人民银行发布公开市场业务公告，宣布即日起公开市场7天期逆回购操作采用固定利率、数量招标。同时，为进一步加大金融支持实体经济力度，公开市场7天期逆回购操作利率由1.8%下调10个基点至1.7%。设立保障性住房再贷款，激励引导金融机构支持地方国有企业收购已建成未出售商品房，用于配租配售。同时，租赁住房贷款支持计划不再实施，1,000亿元额度并入保障性住房再贷款，保障性住房再贷款合计3,000亿元。

此次货币政策报告依然延续“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”的表述，请务必阅读正文之后的免责声明

法，新增“完善市场化利率形成和传导机制，发挥央行政策利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，促进金融机构持续提升自主定价能力，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”。资金投向方面，将“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”进一步完善为“积极发展科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融，加大对重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务”。

就社融和信贷方面，此次报告依然延续“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”的表述，强调“增强贷款增长的稳定性和可持续性”，新增“充实货币政策工具箱，丰富和完善基础货币投放方式，在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”、“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”的表述。

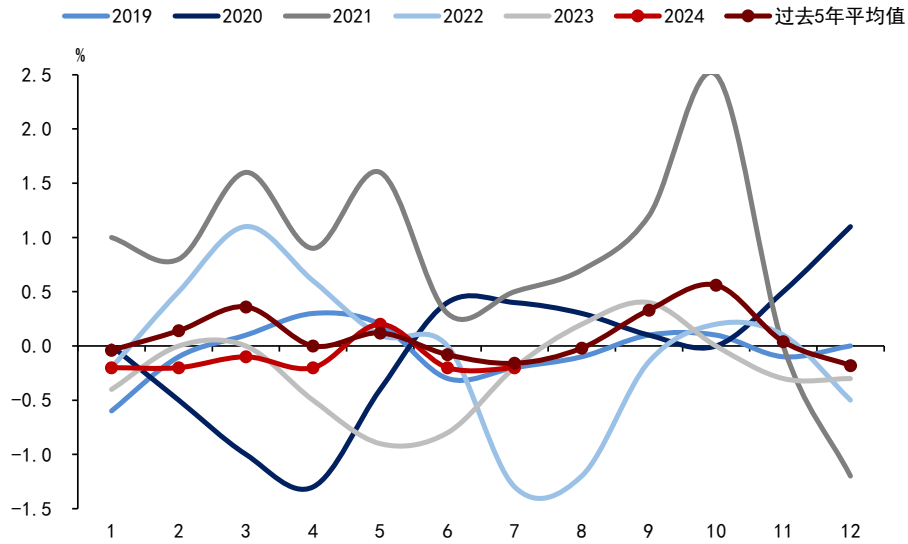
汇率方面，此次报告依然延续“发挥市场在汇率形成中的决定性作用”、“坚决对顺周期行为予以纠偏”和“坚决防范汇率超调风险”的表述，表明当前央行依然希望避免汇率大幅波动的现象发生。

防范化解风险方面，报告新增“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”，“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”，并且明确提出了“6月下旬10年期国债收益率逼近2.2%关口，创20年来新低，已明显偏离合理中枢水平，不断积累金融风险”，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，对金融稳定和债券市场风险的关注度明显提升。

### 3. 物价将继续保持温和回升态势，存在长期稳定的基础

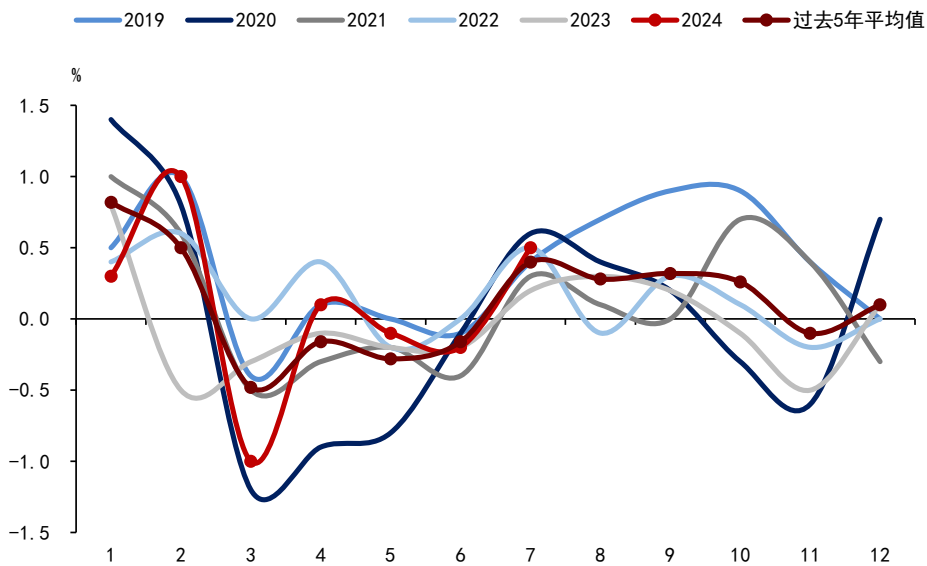
本次报告在通胀方面认为，“上半年，随着经济持续恢复、就业收入稳定，市场供需关系有所改善，物价水平温和回升”。今年二季度，随着经济数据持续改善，物价指标也明显回弹，CPI同比上涨0.3%，预计年内还将继续温和回升，PPI降幅也将逐渐收敛，同此前报告中“当前物价处于低位的根本原因在于实体经济需求不足、供求失衡，而不是货币供给不够”相比，措辞更为乐观。通胀根本上取决于实体经济供需的平衡情况，进入下半年，暑期旅游出行增加将带动服务消费需求上升，四季度还是传统消费旺季，国内供需将进一步趋于平衡。中长期看，我国经济转型和产业升级稳步推进，供需条件有望持续改善，货币条件合理适度，居民预期稳定，物价保持基本稳定有坚实基础。后续在经济内生动能不断提升的带动下，预计物价将保持温和回升态势。

图表3 PPI 环比增速低位徘徊



数据来源: Wind 中证鹏元

图表4 CPI 环比增速高于季节性水平



数据来源: Wind 中证鹏元

#### 4.深入推进利率市场化改革，手工补息整改工作持续推进，明确 OMO 的核心地位

本次报告依然延续“防范高息揽储行为，维护市场竞争秩序”的表述，也与前文“维护价格稳定、推动价格温和回升”相印证，可见指导自律机制对违规手工补息整改工作的决心之大，预计整改工作完成后，银行节省的利息支出接近一次降低存款利率的效果，缓解银行净息差收窄压力。报告多处措辞提及“公开市场 7 天期逆回购操作利率已基本承担起主要政策利率的功能”，进一步明确 OMO 的核心地位，后续政策侧重点为“引导短端利率更好围绕政策利率中枢平稳运行”。未来或建立“OMO-LPR-存款利率”的联动机制，同时结合 LPR 报价质量提升等表述，后期 LPR 和 OMO 价差有进一步缩小空间。

#### 5.地产政策延续政治局会议基调，加快构建房地产发展新模式

本次报告新增“支持城乡居民多样化改善住房需求，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”的说法，与 7 月底政治局会议的定调一致。地产的阶段重点是去库存，今年以来一直强调的“以旧换新”政策最近进一步加力，能在将市场去库存更快更好落实到位。另外，二季度以来，多地下调住房首付比例，在首套房首付比例至 20%的同时，降低二套首付比例至 30%。

另外报告专栏三加大对地产的关注度，支持住房租赁产业可持续发展，建立可持续发展的商业模式，支持存量商品房去库存，助力推动房地产行业转型发展。

**图表 5 2024Q2 与 2024Q1 货币政策执行报告主要内容对比**

方面	2024Q1 货币政策执行报告	2024Q2 货币政策执行报告
经济形势	一季度，我国经济运行向好势头进一步巩固和增强。经济延续回升向好态势的有利条件较多，政府稳增长力度继续加大，居民消费意愿加快恢复，民营经济活跃度持续提升；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。	上半年，我国经济运行总体平稳、结构不断升级，新产业、新模式、新动能加快壮大，就业形势保持稳定，中国经济仍是世界经济增长的重要引擎和稳定力量，是创新动能不断累积，是需求复苏潜力巨大，宏观政策有力支撑。上半年，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。
政策基调	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物价水平预期目标相匹配。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。	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物价水平预期目标相匹配。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。
利率	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，推动社会综合融资成本稳中有降。	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。
结构性货币政策	保持再贷款再贴现政策稳定性，用好普惠小微贷款支持工具，实施好存续的各类专项再贷款工具，推动科技创新和技术改造再贷款落地生效。持续做好支持民营企业发展壮大的金融服务，推动畅通民营企业信贷、债券、股权融资渠道。开展民营和小微企业信贷政策导向效果评估，金融机构服务乡村振兴考核评价，增加民营和小微企业、乡村振兴等重点领域金融资源投入。	坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，保持再贷款再贴现政策稳定性，用好普惠小微贷款支持工具，实施好存续的各类专项再贷款工具，推动科技创新和技术改造再贷款、保障性住房再贷款落地生效。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。完善民营企业金融支持政策，引导金融机构持续做好民营企业金融服务。开展中小微企业金融服务能力提升工程、金融支持乡村振兴专项行动，加快构建商业可持续的普惠金融发展长效机制。
通胀	物价将保持温和回升态势。当前物价处于低位的主要原因在于实体经济需求不足、供求失衡，而不是货币供给不够。今年一季度，随着经济数据持续改善，物价指标也明显回弹，CPI 同比由负转正，预计年内还将继续温和回升，PPI 降幅也将收敛。中长期看，我国处于经济转型和产业升级的关键期，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。	物价有望温和回升。上半年，随着经济持续恢复、就业收入稳定，市场供需关系有所改善，物价水平温和回升，CPI 同比上涨 0.1%，其中二季度上涨 0.3%。进入下半年，暑期旅游出行增加带动服务消费需求上升，四季度还是传统消费旺季，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。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。
风险	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功能，扎实开展差别费率管理、风险监测预警、现场检查、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立法进程。	稳妥处置重点区域和重点机构风险，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。健全风险早期纠正硬约束机制，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。
信贷	1. 保持融资和货币总量合理增长。合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，支持直接融资加快发展，继续推动公司信用类债券和金融债券市场发展。2. 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匹配，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。3. 持续做好支持民营企业发展壮大的金融服务，推动畅通民营企业信贷、债券、股权融资渠道。开展民营和小微企业信贷政策导向效果评估、金融机构服务乡村振兴考核评价，增加民营和小微企业、乡村振兴等重点领域金融资源投入。	1. 保持融资和货币总量合理增长。充实货币政策工具箱，丰富和完善基础货币投放方式，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖。2. 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。3. 完善民营企业金融支持政策，引导金融机构持续做好民营企业金融服务。开展中小微企业金融服务能力提升工程、金融支持乡村振兴专项行动，加快构建商业可持续的普惠金融发展长效机制。
汇率	发挥市场在汇率形成中的决定性作用，坚决对顺周期行为予以纠偏。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。	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。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。
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，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。	充分认识房地产市场供求关系的新变化，顺应人民群众对优质住房的新期待，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。引导金融机构强化金融保障，加大保障性住房建设和供给，满足工薪群体刚性住房需求，支持城乡居民多样化改善住房需求，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，加快构建房地产发展新模式。

资料来源：央行 中证鹏元

## 二、二季度货币政策报告专栏解析

**专栏 1 “建立健全由市场供求决定的存贷款利率形成机制”**：梳理了我国存贷款利率定价的历史沿革和现阶段的情况。

在中国金融改革的历史进程中，存贷款利率形成机制经历了从高度集中的政府定价到逐步市场化的转变。1978 年之前，中国的利率管理体制非常集中，所有存贷款利率均由政府直接决定。改革开放后，随着利率市场化改革的推进，中央银行于 2013 年和 2015 年分别放开了贷款和存款利率管制，金融机构存贷款定价权不断扩大，同时在此过程中运用货币政策工具间接引导市场利率，逐步实现了利率的市场化定价。

请务必阅读正文之后的免责声明



目前，中国的存贷款利率已基本实现市场化定价。存款利率主要由金融机构自主调整，同时辅以行业自律保障理性有序竞争。而贷款利率则通过贷款市场报价利率（LPR）来确定。此外，为了适应房地产市场供求关系的变化，2024年5月，人民银行取消了全国层面个人住房贷款利率下限，金融机构可以自主确定对客户个人住房贷款利率。人民银行还将继续深化利率市场化改革，提升金融机构市场化定价能力，并完善宏观调控制度体系。

### 专栏2 “进一步健全市场化的利率调控机制”：主要阐述了健全利率调控机制的措施。

在深化利率市场化改革的过程中，央行采取了一系列措施来进一步健全市场化的利率调控机制。将公开市场操作招标方式从价格型转变为数量型，强化公开市场7天期逆回购操作利率为主要政策利率，增加午后临时正逆回购操作，以引导市场利率更平稳地围绕政策利率中枢运行。央行通过这些改革，旨在疏通货币政策的传导渠道，增强政策利率的权威性，并提高操作效率，稳定市场预期。

此外，央行也致力于完善贷款市场报价利率（LPR）机制，以理顺短期政策利率到信贷市场利率的传导关系。随着利率市场化改革的不断深化，商业银行定价能力进一步提升，MLF利率对LPR的参考作用下降，中期政策利率逐步淡出。央行未来将始终保持货币政策稳健性，进一步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，研究适度收窄利率走廊宽度，给市场传递更加清晰的利率调控目标信号。

### 专栏3 “支持住房租赁产业可持续发展”：强调了金融支持住房租赁市场的意义和未来政策重心。

为促进房地产市场的平稳健康发展，央行不断健全住房租赁金融支持体系，同时联合各部门推出房地产支持政策组合。租金是影响住房价值的核心变量，从供给和需求端看住房租赁产业是未来房地产发展的重要方向，房地产处于调整的特殊时期，央行推出了保障性住房再贷款以及发放租赁住房贷款，支持存量商品房去库存，助力推动房地产行业转型发展。

**专栏4 “资管产品净值机制对公众投资者的影响”：阐述了净值化管理的优势和挑战，论述了收益和风险平衡。**

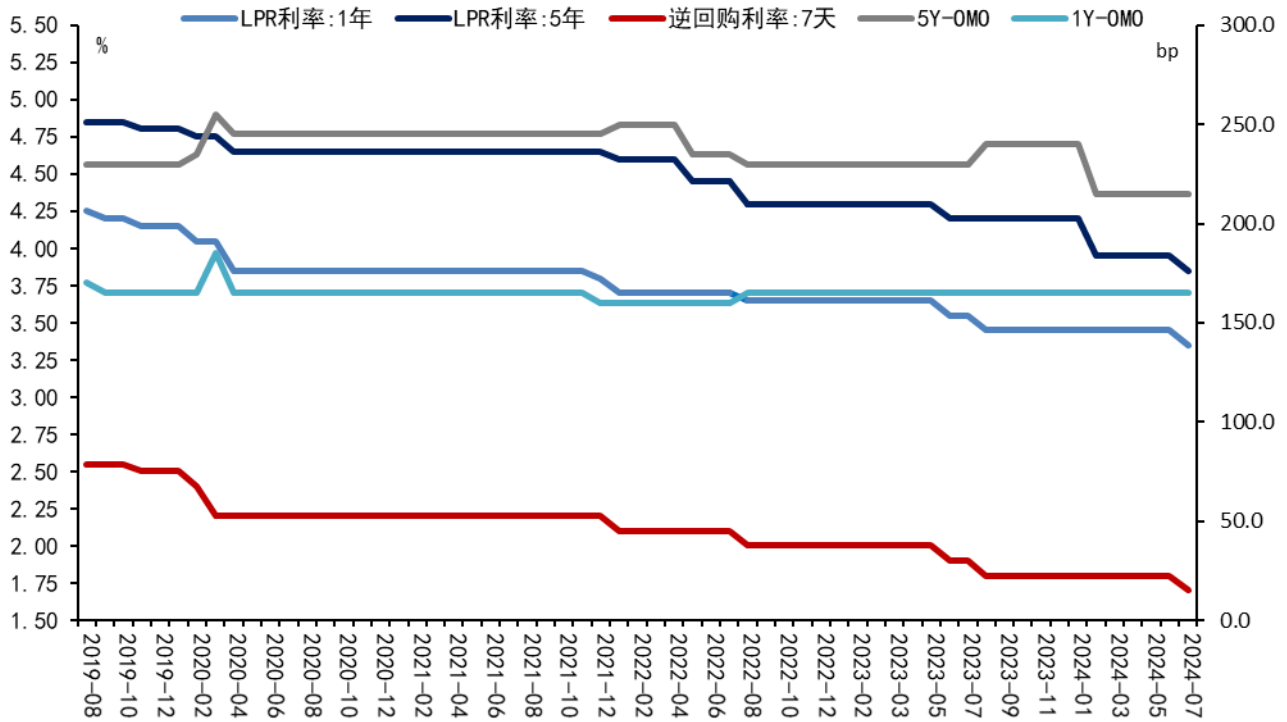
今年以来，银行理财等各种资管产品规模增长较快，在净值化管理机制下，资管产品净值波动对投资者行为也带来影响。资管新规出台后，明确要求金融机构对资产产品实行净值化管理，明确了资管产品风险和收益归属，这样的管理模式对资管产品管理人和投资者都提出更高要求，资管产品管理人需要适应金融需要适应金融市场资产价格变化，科学制定投资策略，为各类投资者提供适当产品与优质服务，投资者需要审慎评估资管产品投资风险和收益。今年以来，我国长债利率下行，一些资管产品的长债配置增多，随着短期内债券价格上涨，产品净值走高，投资者要避免短期非理性交易和市场“羊群效应”，审慎评估资管产品投请务必阅读正文之后的免责声明

资风险和收益。

**专栏 5 “密切关注海外主要央行货币政策走向”：**论述了海外经济基本面变化，提示关注发达经济体货币政策外溢影响。

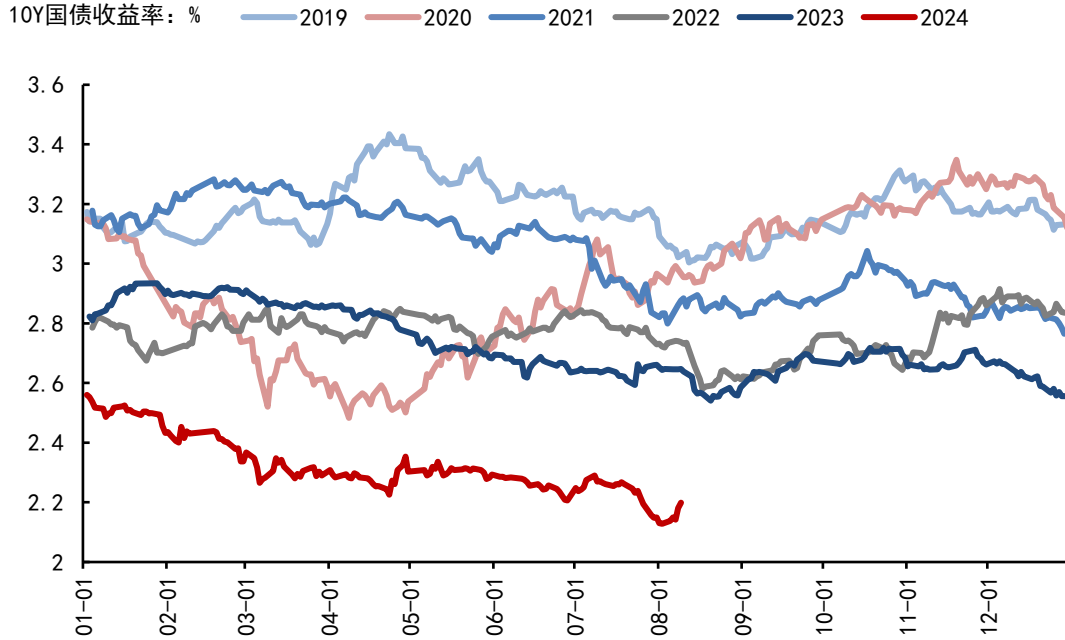
美国物价数据回落，就业数据不及预期等边际变化为美联储降息创造条件，但具体降息时点仍然以来于未来数据变化。随着欧央行、英格兰银行已先后降息，美联储降息预期升温，未来主要发达经济体政策利率可能由高位逐步回落，全球流动性趋于改善，国际金融市场可能出现相应调整。未来央行将密切关注主要发达经济体货币政策动向，实施好稳健的货币政策，合理有效应对外部挑战。

**图表 6 OMO 和 LPR 利率、利差变化情况**



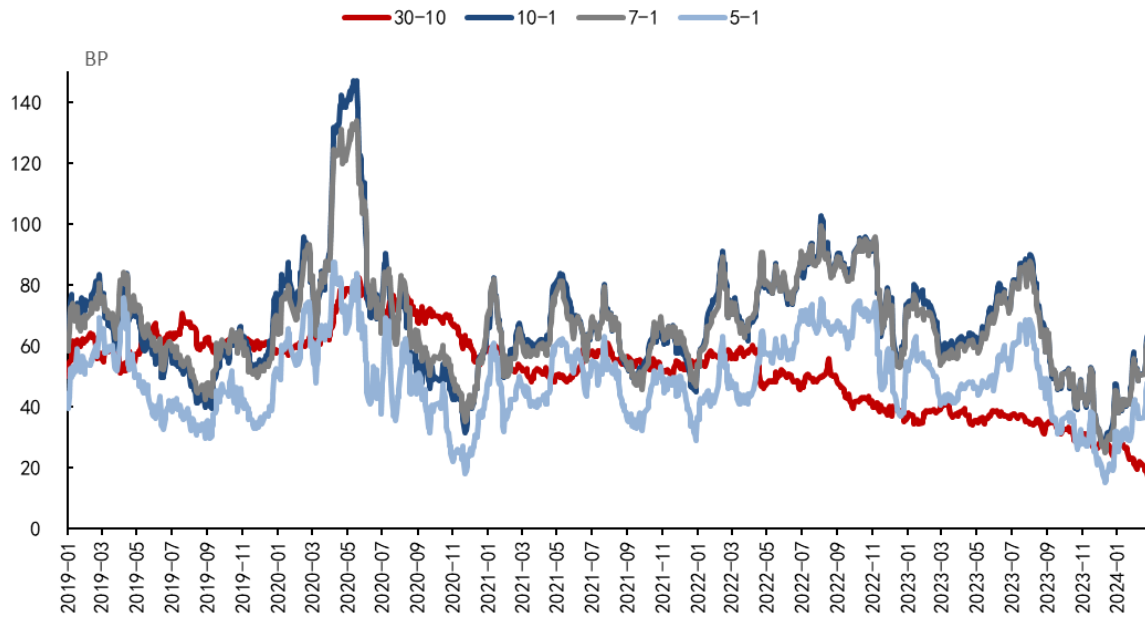
数据来源：Wind 中证鹏元

图表 7 10年期国债到期收益率变化情况



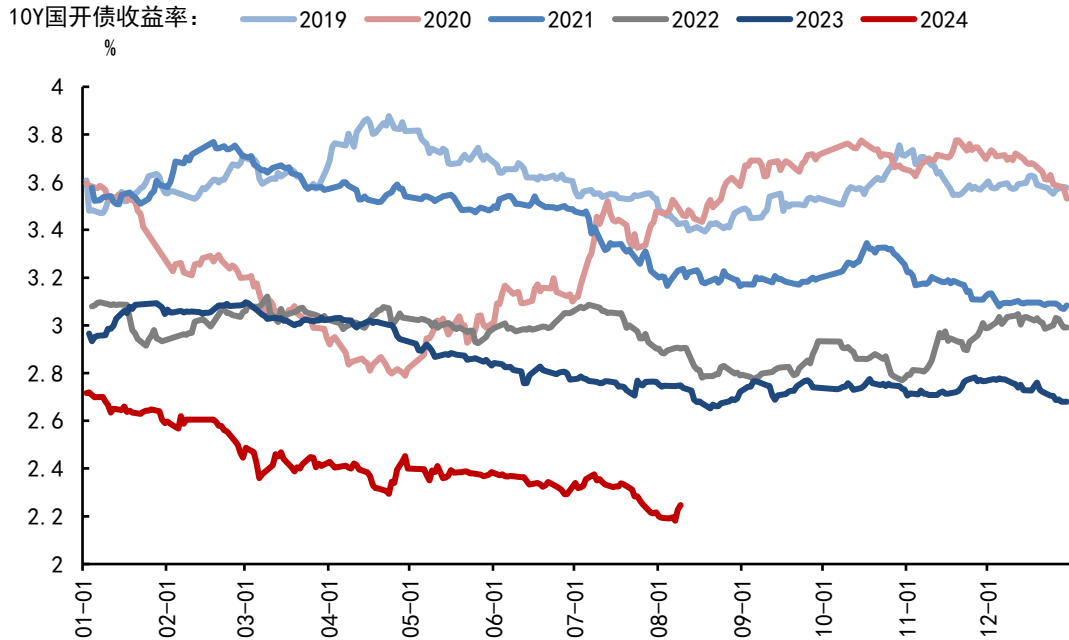
数据来源：Wind 中证鹏元

图表 8 不同期限国债利差



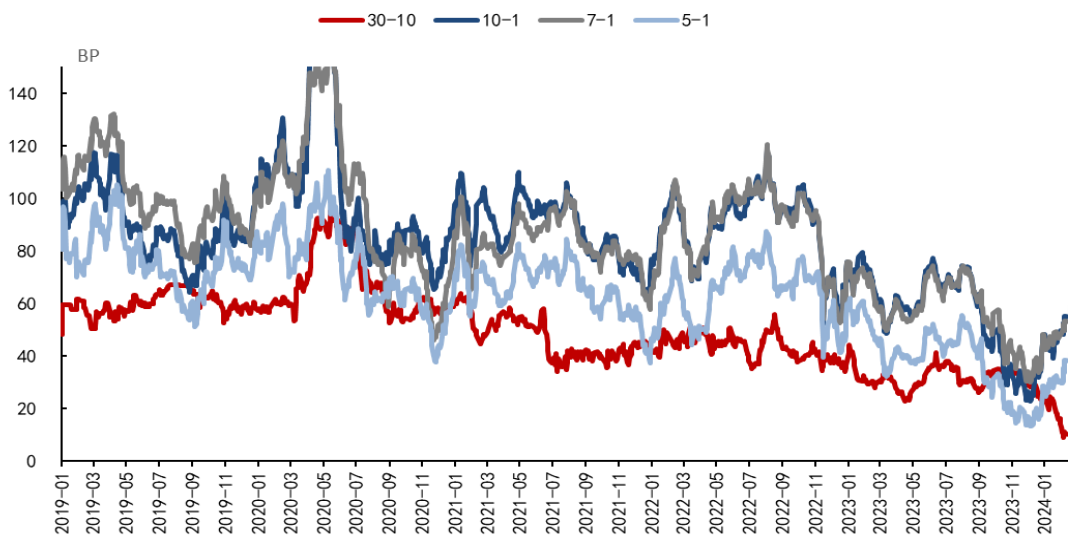
数据来源：Wind 中证鹏元

图表9 10年期国开债到期收益率变化情况



数据来源: Wind 中证鹏元

图表10 不同期限国开债利差



数据来源: Wind 中证鹏元

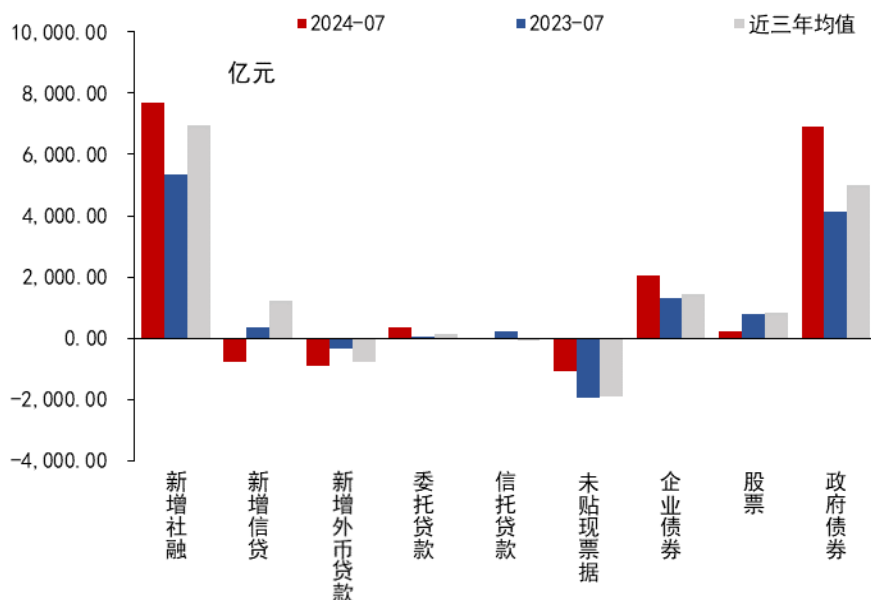
### 三、7月金融数据：持续“挤水分”，淡季需求弱

8月13日，人民银行公布了7月金融数据，初步统计，2024年7月末社会融资规模存量为395.72万亿元，同比增长8.3%，增速较上月上升0.1个百分点。7月新增社会融资规模为7,708亿元，同比多增2,342亿元，其中政府债券同比多增2,802亿元，为主要拉动项，社融口径实体贷款减少767亿元，是2006年以来首次单月负增长，同比多减1131亿元，这主要受到高质量发展下“防空转挤水分”，叠加7月信贷小月季节性因素以及实体融资需求偏弱影响。信贷结构方面，7月居民部门短期贷款减少2,156亿元，同比多减821亿元，中长期贷款增加100亿元，企业部门短期贷款减少5,500亿元，同比多降1,715亿元，降幅高于历史同期，中长期贷款新增1,300亿元，同比少增1,412亿元，7月新增票据融资5,586亿元，同比多增1,989亿元，为信贷主要拉动项。信贷结构票据冲量特征明显，居民部门消费者信心持续低迷影响短期贷款，房地产市场继续保持低位运行，中长期贷款新增主要由于低基数影响；企业经营活动热度下降，投资意愿降低。7月末，M1继续呈现回落态势，M2略有抬升。M2余额303.31万亿元，同比增长6.3%。M1余额63.23万亿元，同比下降6.6%，较上月下降1.6个百分点，连续4个月负增长，继续创历史新低。M1增速变化受金融数据“挤水分”、打击高息揽储，叠加存款挂牌利率下调后，存款流向理财、货基等非银机构。

总体看，本月社融主要由于政府债券发行带动，社融增速小幅上行。但新增信贷转负，低于季节性，票据冲量特征明显，M1继续回落，季初居民和企业融资需求偏弱。7月金融数据和近期景气度指标，通胀数据同频，整体仍然反应需求不足的特点，经济基本面需要进一步提振。另一方面，数据总量并不好，这背后是资金空转、手工补息和金融业增加值核算等因素影响的结果，数据在“挤水分”，不能完全反映当下的真实情况，这是当前我国经济转型升级和高质量发展阶段的一些新特点，预计金融数据“挤水分”仍会持续一段时间，我们要淡化“规模”情结，逐步适应换挡过程中的新变化。

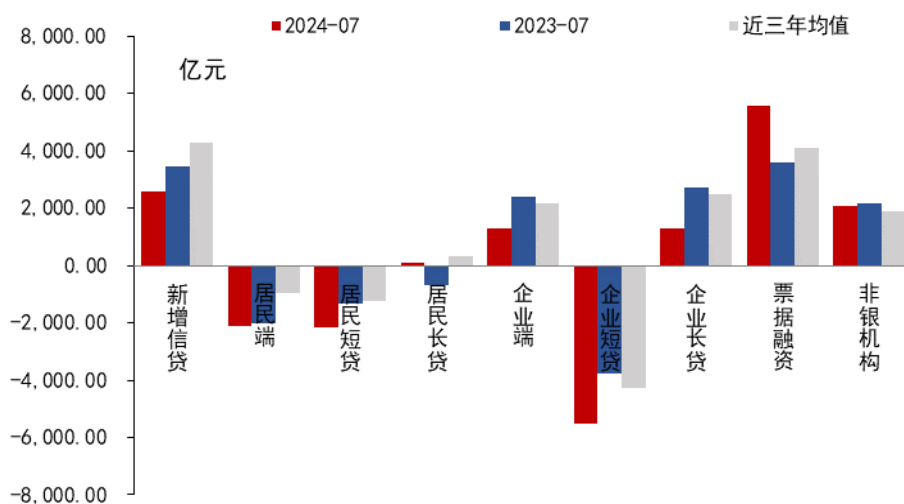
展望后续，7月底政治局会议强调宏观政策要持续用力、更加给力，明确指出适时推出一批增量政策，加快专项债发行使用进度。当前地方债发行节奏放缓，在下半年坚定不移完成全年经济社会发展的任务下，广义财政需进一步发力，后续财政政策的发力和节奏比较关键。若后续供给节奏加快，预计货币政策仍会适当配合提供流动性，降准和加大公开市场投放仍是可选项。对于债市而言，金融数据出炉后，推动各期限利率下行，基本面仍然有利于债市，货币政策加大对金融稳定和防风险的要求，需要持续关注央行对于债券市场风险管控和利率的容忍度。另外，要注意增量政策的出台，如果增发万亿或者提高特别国债额度，届时供给量大增，债市风险较大。

图表 11 7月社融：新增社融主要依靠政府债券拉动，社融口径新增信贷转负



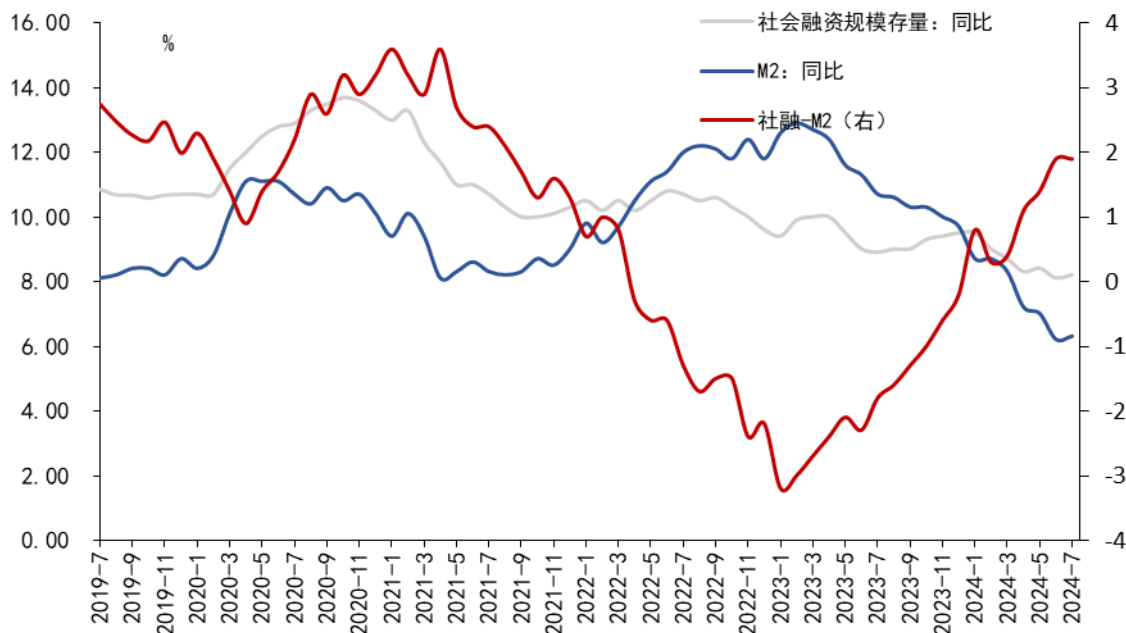
数据来源：Wind 中证鹏元

图表 12 7月信贷：居民和企业端均偏弱，票据融资增多



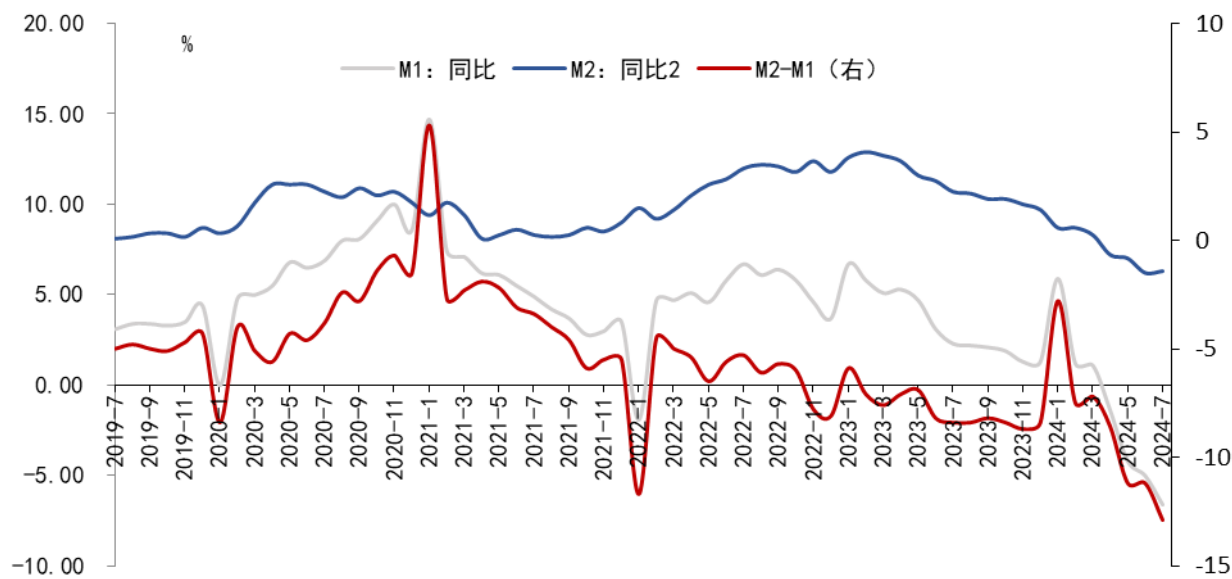
数据来源：Wind 中证鹏元

图表 13 社融规模存量与 M2 剪刀差小幅收窄



数据来源：Wind 中证鹏元

图表 14 M1 同比增速继续下滑，M2 小幅增长



数据来源：Wind 中证鹏元

## 免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。



## 中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址: 深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦 (银座国际) 三 楼 电话: 0755-82872897 传真: 0755-82872090	地址: 北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 电话: 010-66216006 传真: 010-66212002	地址: 上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机: 021-51035670 传真: 021-51917360
湖南	江苏	四川
地址: 湖南省长沙市雨花区湘府 东路 200 号华坤时代 2603 电话: 0731-84285466 传真: 0731-84285455	地址: 南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话: 025-87781291 传真: 025-87781295	地址: 成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话: 028-82000210
山东	陕西	香港
地址: 山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办 公楼 1 单元 4315 室 总机: 0531-88813809 传真: 0531-88813810	地址: 西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室 电话: 029-88626679 传真: 029-88626679	地址: 香港中环皇后大道中 39 号 丰盛创建大厦 10 楼 1002 室 电话: +852 36158343 传真: +852 35966140